

**LOS RETOS PARA LA POLÍTICA
ECONÓMICA EN UN ENTORNO
DE TIPOS DE INTERÉS PRÓXIMOS
A CERO**

2012

Ignacio Hernando, Jimena Llopis y Javier Vallés

**Documentos Ocasionales
N.º 1207**

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



**LOS RETOS PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA EN UN ENTORNO DE TIPOS
DE INTERÉS PRÓXIMOS A CERO**

LOS RETOS PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA EN UN ENTORNO DE TIPOS DE INTERÉS PRÓXIMOS A CERO ^(*)

Ignacio Hernando, Jimena Llopis y Javier Vallés

BANCO DE ESPAÑA

(*) Los autores agradecen los comentarios recibidos en el seminario interno que se llevó a cabo en mayo de 2012 en el Banco de España. Las opiniones expresadas en este artículo son las de los autores, y no reflejan necesariamente las del Banco de España.

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2012

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

Resumen

Casi cuatro años después de la quiebra de Lehman Brothers, el tono de la política monetaria en gran parte de las economías avanzadas continúa siendo extraordinariamente laxo, con tipos de intervención próximos a cero y con numerosos estímulos no convencionales todavía en vigor. Este protagonismo de la política monetaria ha respondido tanto a la necesidad de restablecer el funcionamiento normal del mecanismo de transmisión de la política monetaria —contribuyendo a la recuperación de la estabilidad en distintos segmentos de los mercados financieros— como al objetivo de estimular las decisiones de gasto de los agentes económicos. En este contexto, el presente trabajo, tras resumir las medidas de política monetaria adoptadas en las principales economías avanzadas hasta configurar la situación actual de tipos cercanos a cero y vigencia de importantes estímulos extraordinarios, ofrece una reflexión sobre el papel de los distintos instrumentos de política económica a la luz de los resultados de la literatura académica y de las recientes tomas de posición sobre esta materia por parte de instituciones internacionales y autoridades nacionales. El trabajo concluye resumiendo las principales lecciones para la gestión de las políticas económicas que pueden extraerse de la crisis actual e identifica algunas cuestiones sobre las que todavía existe una cierta controversia.

Palabras clave: tipos de interés, política monetaria, políticas macroeconómicas, bancos centrales.

Clasificación JEL: E40, E50, E60.

Abstract

Almost four years after the collapse of Lehman Brothers, the monetary policy stance in most advanced economies remains extraordinarily loose, with policy rates close to zero and a number of non-conventional stimuli still in place. The resulting prominence of monetary policy responds, first, to the need to restore the functioning of the monetary transmission mechanism by contributing to the stabilisation of various financial market segments; and further, to the objective of stimulating economic agents' spending decisions. This paper summarises the monetary policy measures adopted in the main advanced economies and reflects on the role played by different economic policy instruments, drawing both on the results of academic literature and on the recent positions taken by international institutions and national authorities. The paper concludes by summarising the main economic policymaking lessons to be learnt from the current crisis and it identifies issues still eliciting controversy.

Keywords: Zero bound, interest rates, monetary policy, macroeconomic policies, central banks.

JEL classification: E40, E50, E60.

1 Introducción

Casi cuatro años después de la quiebra de Lehman Brothers —punto álgido de la crisis financiera internacional—, el tono de la política monetaria en gran parte de las economías avanzadas continúa siendo extraordinariamente laxo, con tipos de intervención próximos a cero y con numerosos estímulos no convencionales todavía en vigor. Además, a tenor del estado actual de la economía global, los últimos comunicados de los bancos centrales y las expectativas de los mercados, es previsible que esta orientación se prolongue en el tiempo.

A pesar del tono enormemente expansivo y de los estímulos fiscales excepcionales que se introdujeron en numerosas economías desarrolladas para atenuar el impacto de la crisis —y que en algunos casos han acabado generando serias dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas—, la recuperación de la actividad sigue siendo débil e incluso algunas economías avanzadas —principalmente europeas— volvieron a entrar en recesión a comienzos de 2012, manteniéndose sus tasas de desempleo en niveles históricamente elevados. En este contexto, las recomendaciones de las instituciones internacionales siguen primando el mantenimiento de políticas monetarias acomodaticias (FMI, 2012a).

En el actual contexto de tensiones financieras, el propósito de estos estímulos monetarios extraordinarios es tanto el de restablecer el funcionamiento normal del mecanismo de transmisión de la política monetaria —contribuyendo a la recuperación de la estabilidad en distintos segmentos de los mercados financieros— como el de influir sobre las decisiones de gasto de los agentes económicos. La persistencia de esta situación plantea importantes retos para la formulación de la política económica que eran impensables en los años que precedieron a la crisis. Una situación de trampa de la liquidez era contemplada más como una posibilidad teórica que como un riesgo real. De hecho, los escasos precedentes históricos —principalmente, la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado y la experiencia japonesa de los noventa— se percibían básicamente como el resultado de diversos errores de política económica, pero la posibilidad de que la economía encallase en una situación en la que los instrumentos convencionales de política monetaria perdiesen su efectividad distaba mucho de estar en el centro de las preocupaciones de los responsables de las políticas económicas en la mayoría de los países, con la excepción de algún período específico —como el experimentado en Estados Unidos en los años 2003 y 2004 en el que el peligro de deflación entró transitoriamente en el balance de riesgos de la Reserva Federal—.

Sin embargo, la situación actual de crecimiento anémico, tipos oficiales en mínimos históricos e importantes lastres que condicionan las perspectivas de recuperación en buena parte de las economías avanzadas ha estimulado los análisis sobre la gestión de las políticas económicas en un entorno con tipos de interés cercanos a cero. Estos estudios se han sumado a los realizados, en torno al cambio de siglo, sobre esta materia, principalmente al hilo de la experiencia japonesa y, en menor medida, de la de Estados Unidos tras la recesión de 2001 y la lenta recuperación posterior que llevó a una tasa de inflación muy reducida.

Pero el restablecimiento de la estabilidad financiera y la reactivación del crecimiento no pueden recaer sólo en la continuación de las actuales medidas extraordinarias de política monetaria. El objetivo de esta nota es el de ofrecer una reflexión sobre el papel de los distintos instrumentos de política económica a la luz de los resultados de la literatura académica y de las recientes tomas de posición sobre esta materia por parte de instituciones internacionales y

autoridades nacionales. Para ello, en el siguiente epígrafe se resumen las medidas de política monetaria adoptadas en las principales economías avanzadas hasta configurar la situación actual de tipos cercanos a cero y vigencia de importantes estímulos extraordinarios a la vez que se discuten las distintas opciones de política monetaria en el entorno presente. En el epígrafe tercero se hace una valoración de la eficacia de los estímulos extraordinarios actualmente en vigor tras repasar la experiencia en Japón. En el cuarto se discuten los riesgos asociados a la prolongación en el tiempo de la situación vigente, y en el quinto se pasa revista al papel potencial de las otras políticas económicas —financieras, fiscales y estructurales— para lograr un crecimiento más equilibrado. El sexto ofrece una reflexión sobre la importancia de la coordinación internacional de las políticas económicas en el actual contexto de riesgos globales. Finalmente, el último epígrafe resume tentativamente las principales lecciones para la gestión de las políticas económicas que pueden extraerse de la crisis actual e identifica algunas cuestiones sobre las que todavía existe una cierta controversia.

2 La política monetaria en un entorno de tipos nominales próximos a cero

2.1 La etapa anterior a la crisis

En las dos décadas anteriores a la crisis, se fue configurando un elevado nivel de consenso entre banqueros centrales y académicos sobre la forma de llevar a cabo la política monetaria. Dicho consenso se caracteriza de forma genérica por el compromiso con la estabilidad de precios en el medio plazo y la transparencia de las previsiones económicas manejadas por la autoridad monetaria y de los instrumentos de política empleados para alcanzar el objetivo de control de la inflación.

Muchos bancos centrales en países desarrollados y emergentes fijaron objetivos de inflación como estrategia idónea para gestionar la política monetaria. Con la creación del euro, el BCE también formuló una referencia cuantitativa de estabilidad de precios (tasa de inflación —de los precios de consumo— inferior pero cercana al 2%), que acomoda en el corto plazo el objetivo de estabilidad económica siempre que no ponga en riesgo el objetivo prioritario de medio plazo de control de la inflación. El principal instrumento de política monetaria para conseguir ese objetivo son los tipos de interés de las operaciones de mercado abierto, que influyen en los tipos de los mercados interbancarios y en los del resto de segmentos de los mercados financieros.

Durante este mismo período, el desarrollo a nivel académico del nuevo modelo keynesiano que incorpora la curva de Phillips con expectativas y la formulación de reglas de comportamiento creíbles por parte de los bancos centrales, proporcionó un soporte intelectual a una política monetaria basada en una estrategia orientada al control de la inflación como objetivo prioritario, dada las rigideces nominales de la economía.

Por otro lado, sobre la política financiera, a través de la supervisión y la regulación, recaía la responsabilidad de conservar la estabilidad financiera. Pero ambas políticas —monetaria y financiera— tenían que interactuar para garantizar la estabilidad macroeconómica. Hay que tener en cuenta que la primera, al afectar a la actividad, también incide sobre el balance de las instituciones financieras, y la segunda, al condicionar el comportamiento de las instituciones financieras y de los participantes en los mercados financieros, afecta potencialmente a la transmisión de la política monetaria.

2.2 La reducción a cero de los tipos de interés

La actuación disciplinada de la política monetaria ancló, sin duda, las expectativas de inflación desde la década de los ochenta hasta el estallido de la reciente crisis global, pero no evitó la acumulación de importantes desequilibrios. Al comienzo de la crisis financiera, la inflación estaba contenida pero los desequilibrios acumulados en algunos países desarrollados eran evidentes. Así, la evolución del crédito, del precio de algunos activos —en particular, el de la vivienda— y la dependencia de la financiación exterior se revelaron como focos de vulnerabilidad que acabaron poniendo en riesgo la estabilidad del conjunto del sistema financiero internacional y generando una profunda recesión de alcance global.

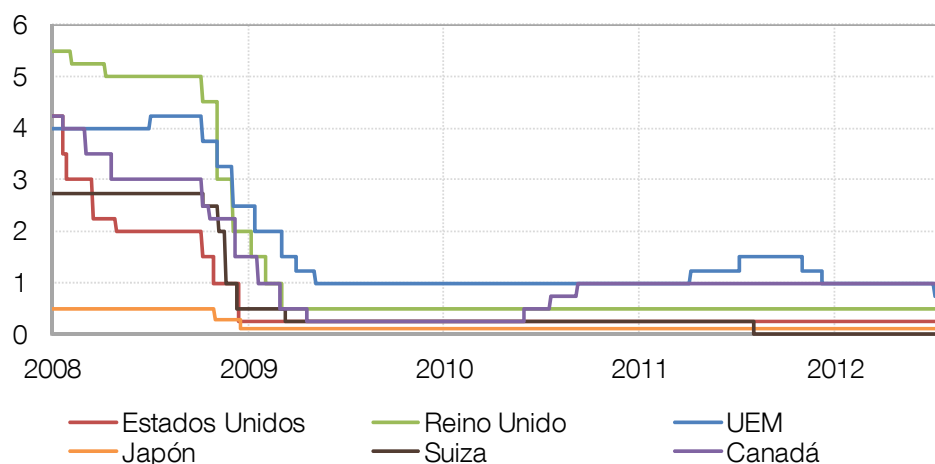
Hasta entonces la regulación financiera, en ocasiones excesivamente laxa, se había focalizado en mercados e instituciones concretas, sin evaluar sus efectos macroeconómicos. También se puso de manifiesto la inexistencia de instrumentos macroprudenciales

adecuados para detectar la incipiente aparición de burbujas especulativas en mercados de activos como el de la vivienda y para evitar su desarrollo y preservar la estabilidad macro-financiera.

La crisis generó tensiones en los mercados interbancarios, y acabó afectando a numerosos instrumentos financieros —incluidos los swaps de tipo de cambio—, y limitando el acceso de numerosas entidades bancarias a la financiación mayorista. Más tarde, los aumentos de deuda pública en diversos países europeos y las dudas suscitadas sobre su sostenibilidad desembocaron en una crisis de deuda soberana en la zona del euro. Esta situación ha puesto en riesgo la estabilidad financiera y la transmisión de la señales de política monetaria a nivel global.

En este contexto, y tras la quiebra de Lehman Brothers, se produjo, en un marco de respuesta coordinada de las políticas económicas a nivel internacional, una relajación sustancial del tono de la política monetaria para evitar una espiral deflacionista y sostener la demanda agregada. Este proceso fue distinto por regiones en función de la profundidad y extensión de la crisis, aunque en la mayoría de los casos los descensos fueron rápidos y el tipo de interés mínimo se alcanzó en el primer semestre de 2009. En las principales economías desarrolladas (Estados Unidos, UEM, Japón o Reino Unido) los tipos oficiales se redujeron hasta valores muy próximos a cero (véase gráfico 1).

Gráfico 1. Evolución del tipo de interés oficial en las principales economías desarrolladas



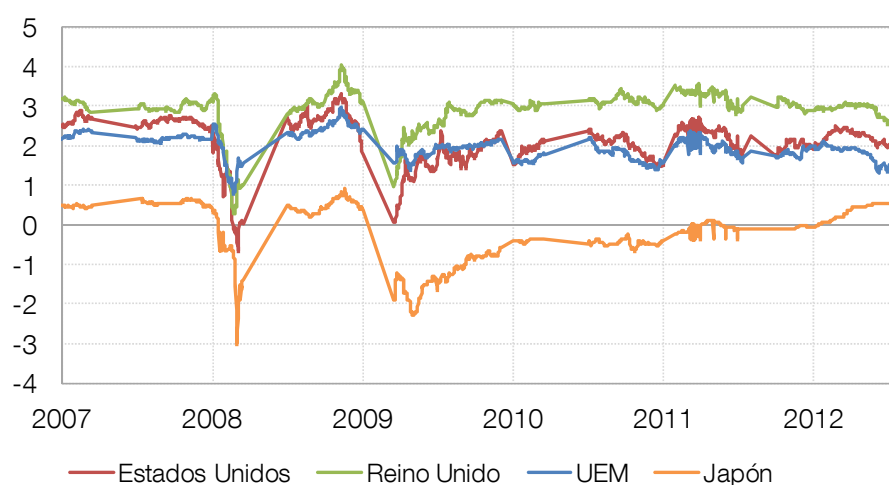
Fuente: Bloomberg.

Entre finales de 2009 y mediados de 2011 algunas economías desarrolladas —como Australia y Noruega— y emergentes —como Brasil e India— experimentaron un ciclo alcista motivado por algún síntoma de recuperación y la aparición de algunos indicios de presiones inflacionistas. Del mismo modo, en abril de 2011 y ante la preocupación por el posible repunte de las expectativas de inflación, el BCE elevó su tipo oficial en 25 pb, movimiento que repitió en julio. Sin embargo, el agravamiento de la crisis soberana europea y el deterioro de las perspectivas de crecimiento a mediados de 2011, conllevaron un recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros y han situado a las políticas económicas —y, en particular, a la monetaria— de las economías avanzadas en una encrucijada. En una situación en la que se percibía que los márgenes

de política se habían agotado, se consideró imprescindible estirar estos límites para evitar un colapso financiero tratando de devolver la confianza.

La nueva orientación expansiva se vio favorecida por una menor preocupación por la inflación —que comenzó a flexionar a la baja, manteniéndose las expectativas ancladas (véase gráfico 2)—. Así, se interrumpió el ciclo alcista en aquellas regiones en las que ya habían empezado a subir los tipos oficiales, como en el área del euro, donde se recortó el tipo de intervención en las reuniones de noviembre y diciembre de 2011 (en 25 pb en cada ocasión). Más adelante, con el nuevo rebrote de la crisis soberana de la zona del euro, se volvió a reducir en 25 pb, situándose en el 0,75%, registro mínimo histórico.

Gráfico 2. Expectativas de inflación *break-even* a 5 años^(*)



Fuente: Barclays Capital.

(*) Diferencial entre el rendimiento de un bono nominal a 5 años y el de un bono indiciado a la inflación con el mismo vencimiento.

2.3 La trampa de la liquidez y la política monetaria no convencional

La teoría keynesiana, desarrollada a la luz de la experiencia de la Gran Depresión de los años 30, argumentaba que la política monetaria era ineficaz cuando los tipos de interés eran cero. En esta situación de trampa de la liquidez, dinero y bonos son activos intercambiables y las operaciones de mercado abierto que sustituyen un activo por otro no afectan ni a los tipos de interés ni al nivel de actividad. Pero la experiencia japonesa de finales del siglo pasado y comienzos de este y los temores deflacionistas en Estados Unidos a comienzos de la década pasada, empujaron el desarrollo de nuevos estudios sobre la opciones para la política monetaria en estas circunstancias.

Bernanke, Reinhart y Sack (2004) agrupan en tres las opciones de política monetaria no convencionales cuando los tipos de interés están cercanos a cero: influir sobre las expectativas de los agentes; aumentar el balance del banco central; y cambiar la composición de activos del balance del banco central.

La primera opción está vinculada inicialmente a las investigaciones de Krugman (1998, 2000). Con una formulación más moderna que el modelo IS-LM utilizado hasta entonces para analizar la trampa de la liquidez y que tiene en cuenta las expectativas, muestra como la política monetaria sí puede aumentar la demanda en un entorno de tipos de interés nulos. Para ello el

banco central tiene que tener un compromiso creíble de aumentar la cantidad de dinero presente y futura para influir en las expectativas del sector privado (i.e. reduciendo el valor esperado para los tipos de interés reales en el futuro). En cambio si los agentes piensan que el aumento monetario es reversible una vez desaparezcan las presiones deflacionistas, la irrelevancia de la política monetaria se mantiene. Un resultado semejante se obtiene en Eggertsson y Woodford (2003) cuando el banco central sigue una regla de Taylor y establece un compromiso temporal de tipos de interés.

La segunda opción de política es aumentar el balance del banco central (i.e. *Quantitative Easing*) a través de la compra de activos bancarios en operaciones de mercado abierto. Esta liquidez adicional al sistema, sobre todo a través de títulos de deuda pública, realizada de forma contundente y por encima del que requerirían unos tipos de interés casi nulos, se espera que genere un aumento sostenido de precios y por tanto del gasto. Si dinero y activos financieros son sustitutos imperfectos, la compra de dichos activos por parte del banco central hará que los agentes traten de recomponer sus carteras, reduciendo la rentabilidad de los activos no-monetarios (Tobin, 1969).

La alteración de la composición de activos del banco central es la tercera opción no convencional. Suponiendo la sustitución imperfecta entre activos, el banco central puede influir en las primas de liquidez, de riesgo y de vencimiento y, por tanto, afectar a la estructura de tipos de interés. Esta opción de política puede realizarse tanto con bonos públicos de diferente duración como con otros activos financieros no emitidos por el Tesoro, incluidos aquellos en moneda extranjera.

2.4 Las medidas no convencionales durante la crisis

Para hacer frente a la crisis se tomaron estas medidas no convencionales en los países en los que se había agotado el recorrido a la baja de los tipos oficiales. Como se recoge en el cuadro 1 los bancos centrales de EEUU, Reino Unido, UEM y Japón han recurrido a estos tres tipos de actuaciones para reactivar el crecimiento y preservar la estabilidad del sistema financiero mediante la provisión de mayor liquidez.

Aunque los distintos países se enfrentan a retos similares, sus respuestas de política monetaria han tenido que adaptarse a las características específicas de su propio sistema financiero y de su marco institucional. Así, mientras la Reserva Federal ha tenido como principal objetivo suavizar las condiciones monetarias reduciendo el coste de financiación a lo largo de toda la curva de tipos de interés, el BCE ha estado más preocupado por restablecer la transmisión de la política monetaria en el conjunto de la zona euro y proveer la necesaria liquidez (Ayuso y Malo de Molina, 2011).

Tanto la Reserva Federal como el Banco de Japón han realizado anuncios sobre la evolución futura de los tipos de interés para influir sobre las expectativas de los agentes a través de la evolución de los tipos a largo plazo¹. La Reserva Federal, tras un empeoramiento de las condiciones económicas y financieras, anunció, en agosto del 2011, su compromiso de mantener los reducidos niveles de tipos de interés hasta, al menos, mediados de 2013. Y, en enero de 2012, introdujo algunos cambios en su estrategia de comunicación anunciando una cuantificación para su objetivo de precios —un crecimiento del 2% del deflactor de gasto en consumo personal— y la publicación de la senda esperada de tipos oficiales —que se mantendrán en niveles excepcionalmente bajos hasta finales de 2014— y su distribución entre los miembros del Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC, gráfico 3). Por otro lado el Banco de Japón, en octubre de 2010, y en el contexto de un

1. También el Banco de Canadá ha utilizado esta estrategia.

nuevo marco de expansión monetaria denominado *Comprehensive Monetary Easing* (CME), se comprometió a mantener los tipos a cero hasta que se observe una estabilidad de precios a medio y a largo plazo (entendida como una inflación promedio del 1%).

Cuadro 1. Medidas extraordinarias de Política Monetaria

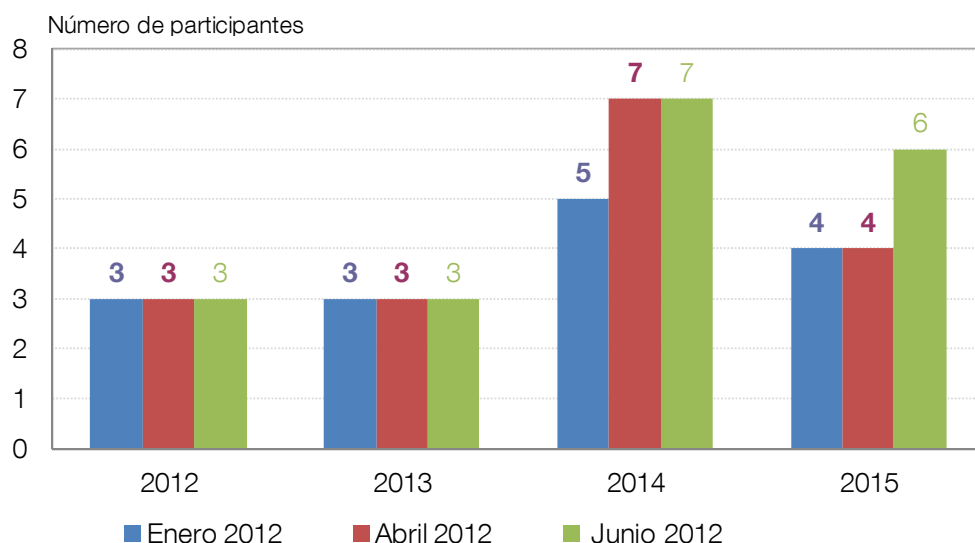
RESERVA FEDERAL		
Anuncio	Programa	Medidas/volumen
Nov 2008	<i>Quantitative Easing (QE1)</i>	Compra de <i>Market Backed Securities (MBS)</i> de agencia hasta 500 mm\$
Mar 2009		Compra de deuda respaldada por las agencias hasta 100 mm\$
Nov 2010	QE1-Extensión	Compra hasta 300 mm\$ de bonos del Tesoro
Agos 2011		Ampliación compra MBS de agencia hasta 750 mm\$ adicionales
Sept 2011	QE2	Ampliación compra de deuda de agencia hasta 100 mm\$ adicionales
Ene 2012		Compra de 600 mm\$ de bonos del Tesoro a realizar hasta junio 2011
Jun 2012	Operation twist	Total: 2,3 billones de dólares
Oct 2012		Política de reversión de fondos de las amortizaciones de MBS, deuda y bonos del Tesoro para adquirir únicamente bonos del Tesoro
Agos 2011	Operation twist	Compromiso: nivel tipo de interés reducido hasta mediados 2013
Sept 2011		Estrategia de recomposición de cartera : sustitución de 400 mm\$ de títulos del Tesoro con vencimiento inferior a 3 años por títulos con vencimiento residual entre 6 y 30 años antes de junio 2012
Ene 2012	Operation twist- Extensión	Modificación de política de inversión : con los fondos procedentes de amortizaciones de MBS y deuda se comprarán nuevos MBS . Sólo los fondos de bonos del Tesoro se destinarán a adquirir nuevos bonos del Tesoro
Jun 2012		Compromiso: nivel tipo de interés reducido hasta finales 2014
Oct 2012	Operation twist- Extensión	Cuantificación del objetivo de estabilidad de precios en el 2% a largo plazo
Nov 2012		Sustitución de 267 mm\$ de títulos del Tesoro con vencimiento inferior a 3 años por títulos con vencimiento residual entre 6 y 30 años antes de finales 2012
Dic 2012	Operation twist- Extensión	Continúan con la política de inversión comprando nuevos MBS con los fondos de las amortizaciones
Ene 2013		

BANCO DE INGLATERRA		
Anuncio	Programa	Medidas/volumen
Abril 2008	<i>Special Liquidity Scheme (SLS)</i>	Facilidad de liquidez: posibilidad de intercambio de activos de "alta calidad con problemas"- <i>Residential Mortgages Backed Securities (RMBS)</i> y <i>Asset Backed Securities (ABS)</i> - por <i>Treasury Bills (TB)</i> emitidos por el Tesoro, por un periodo superior a un año
Fin Ene 2009		
Ene 2009	<i>Discount Window Facility (DWF)</i>	Facilidad similar, pero a corto plazo
Mar 2009	<i>Asset Purchase Facility (APF1)</i>	Compra de títulos por 150mm£ a realizar de marzo a septiembre 2009, financiado con la emisión de reservas bancarias
Agos 2009		Ampliación: 25mm£ adicionales a realizar entre septiembre y noviembre 2009
Nov 2009	APF2	Ampliación: 25mm£ adicionales a realizar entre noviembre 2009 y enero 2010
Oct 2011		Ampliación: 75mm£ adicionales a realizar entre octubre 2011 y febrero 2012
Feb 2012	<i>Extended Collateral Term Repo Facility (ECTRF)</i>	Ampliación: 50mm£ adicionales a realizar entre febrero y mayo 2012
Jun 2012		Facilidad de liquidez a la banca mediante subastas a 6 meses. Se trata de préstamos líquidos asegurados por un colateral amplio
Jul 2012	<i>Funding for lending scheme</i>	Fondos a 4 años para la banca con el objetivo de facilitar el acceso al crédito a hogares y empresas
Oct 2012	APF3	Ampliación: 50mm£ adicionales a realizar entre julio y noviembre 2012 // Total: 375 mm £

BANCO CENTRAL EUROPEO		
Anuncio	Programa	Medidas/volumen
Agos 2007	Op. Principales de Financiación (OPF), Op. De Financiación a Plazo Más Largo (OPFPL)	Adjudicación de mayores volúmenes de liquidez en OPF
Jul 2009		Ampliación del plazo en las OPFPL hasta 12 meses
Fin Jun 2010	<i>Covered Bond Purchase Program (CBPP)</i>	Introducción del sistema de adjudicación plena (Full allotment)
Mayo 2010	<i>Security Market Program (SMP)</i>	Compras de bonos garantizados emitidos en la UEM, hasta un máximo de 60 mm€
Nov 2011	CBPP-2	Posibilidad de que el Eurosistema adquiera deuda pública en los mercados secundarios. Volumen inicial: 16,5 mm€, diversas ampliaciones hasta 214 mm€ en mayo-12
Dic 2011	<i>Long Term Repo Operations (LTRO)</i>	Compras de bonos garantizados emitidos en la UEM, hasta un máximo de 40 mm€
Feb 2012		Subastas extraordinarias de liquidez a 3 años: 1. Proporcionó al mercado 489 mm€ 2. Proporcionó al mercado 529,5 mm€

BANCO DE JAPÓN		
Anuncio	Programa	Medidas/volumen
Jun 2010	<i>Comprehensive Monetary Easing (CME)</i>	Fondo de 3 billones ¥, ampliado a 3,5 billones ¥ mediante la provisión de crédito por parte de las entidades financieras a proyectos empresariales orientados a aumentar el crecimiento potencial de la economía
Oct 2010		Reducción de los tipos de interés oficiales del 0,1% al rango 0%-0,1%
Abril 2012 - Jul 2012	<i>Comprehensive Monetary Easing (CME)</i>	Programa de compra de activos públicos y privados : Valor inicial: 5 billones ¥, ampliación en 6 ocasiones hasta un total: 45 billones ¥
		Facilidad de crédito con colateral hasta un total 25 billones ¥ Compromiso: nivel tipo de interés a cero hasta que se observe estabilidad de precios a medio y largo plazo (inflación positiva del 1%)

Gráfico 3. Estrategia de comunicación del FOMC



Fuente: *Federal Open Market Committee (FOMC)*.

Nota: La altura de cada barra indica el número de participantes del FOMC que creen que en ausencia de futuras perturbaciones en la economía, el incremento del tipo de interés oficial (actualmente en el rango 0-0,25) ocurrirá en la fecha especificada.

Pero han sido las opciones de política que actúan directamente sobre el balance del banco central las que han sido utilizadas más ampliamente como instrumento de estabilización desde 2008. El FOMC desde finales de 2008 activó una estrategia de expansión monetaria (*Quantitative Easing*, QE1) basada en la compra de *Mortgage-Backed Securities* (MBS) de agencias y deuda respaldada por las agencias. A finales de marzo de 2009, el programa QE1 se extendió con el anuncio de la compra de bonos del Tesoro y la ampliación de la adquisición de deuda y MBS. Posteriormente, la debilidad de la recuperación propiciaría en noviembre de 2010 la activación de una nueva ronda de expansión cuantitativa (QE2) basada en la compra de más bonos del Tesoro. En conjunto, los dos programas de compras de títulos ascendieron a 2,35 billones de dólares, equivalentes al 15,3% del PIB. Se anunció también una política de reinversión de los fondos procedentes de las amortizaciones de esta cartera de activos que contemplaba únicamente la adquisición de bonos del Tesoro.

Y en septiembre de 2011 inició una estrategia de recomposición de su cartera de deuda, conocida como *Operation Twist*, que consistía en sustituir títulos del Tesoro con vencimiento inferior a 3 años por títulos con vencimiento entre 6 y 30 años antes de junio de 2012, alargando así el vencimiento medio de su cartera de *Treasuries* sin necesidad de volver a aumentar el tamaño de su balance. Paralelamente, y con el objetivo de relajar las condiciones del mercado hipotecario, el FOMC decidió modificar su política de reinversión de los fondos procedentes de las amortizaciones de deuda y titulizaciones de agencias (MBS), y adquirir nuevos MBS en vez de bonos del Tesoro, dejando únicamente la reinversión de los fondos procedentes de bonos del tesoro en otros bonos del Tesoro. En junio de 2012, el FOMC anunció la extensión de la *Operation Twist* hasta finales de 2012 cuando la FED apenas tendrá deuda del Tesoro con vencimiento anterior a 2016. Asimismo anunció que continuará con la política de reinversión de fondos procedentes de las amortizaciones.

Desde abril de 2008 el Banco de Inglaterra activó medidas que tenían como objetivo el apoyo a la liquidez de las entidades bancarias. En este contexto inició el *Special Liquidity Scheme* (SLS), una facilidad de liquidez por la que las entidades bancarias podían intercambiar activos de “alta calidad con problemas” por *Treasury Bills* emitidos expresamente a tal efecto por el Tesoro, por un periodo superior a un año. En enero de 2009, creó una facilidad similar, pero a corto plazo, denominada *Discount Window Facility*. Por otro lado, modificó las operaciones de mercado abierto ampliando su plazo y activos elegibles. Pero fue en marzo de 2009 cuando el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra (MPC) se embarcó en una clara estrategia de expansión monetaria a través de un programa de compra de títulos, *Asset Purchase Facility* (APF), financiado con la emisión de reservas bancarias. Como se observa en el gráfico 4 éstas compras de valores desplazaron paulatinamente en el balance al resto de operaciones de mercado abierto y repos a largo plazo. Durante la primera fase de esta estrategia (APF1) el importe de las compras alcanzó los 200 mm de libras, límite que se mantuvo inalterado hasta octubre de 2011. En dicha fecha, el Banco de Inglaterra inició una segunda ronda de expansión (APF2), que en febrero de 2012 alcanzó los 325 mm, una cuantía equivalente al 22,5% del PIB. El deterioro del crecimiento en el Reino Unido y el riesgo que supone la crisis en la zona euro llevó al Banco de Inglaterra en julio de 2012 a continuar con medidas no convencionales, aumentando el tamaño del programa de compra de deuda pública (APF3) en 50 mm de libras, hasta alcanzar los 375 mm (26% del PIB). Esta actuación se une al anuncio en junio de 2012 de dos nuevos instrumentos: una facilidad de liquidez (*Extended Collateral Term Repo Facility*) instrumentada a través de subastas a seis meses y una facilidad de crédito (*Funding for Lending Scheme*) para facilitar el acceso al crédito a hogares y empresas. Se instrumentará mediante la provisión de fondos a cuatro años para la banca contra su cartera de préstamos a hogares y empresas.

Por su parte, el BCE desde agosto del 2007 empezó a activar medidas dirigidas al mercado monetario adjudicando mayores volúmenes de liquidez en las Operaciones Principales de Financiación (OPF) a la vez que amplió el plazo de sus Operaciones de Financiación a Plazo Más Largo (OFPLM) hasta 12 meses e introdujo el sistema de adjudicación plena (*full allotment*) en las subastas, lo que redujo la incertidumbre de las entidades de crédito en lo que respecta a su financiación. Adicionalmente en julio de 2009, el programa *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP) tuvo como objetivo fomentar la relajación de la situación crediticia en los mercados mayoristas. En noviembre de 2011 se reactivó (CBPP-2) con el objetivo de animar a las entidades de crédito a incrementar sus préstamos a clientes. Paralelamente, en respuesta a la crisis de la deuda soberana, en mayo de 2010 se puso en marcha el *Securities Market Programme* (SMP), mediante el cual el Eurosistema puede adquirir deuda pública en los mercados secundarios. Como el propósito era restablecer la transmisión de la política monetaria, estas operaciones han sido esterilizadas para evitar afectar a la oferta de liquidez del conjunto del sistema. Por último, con el objetivo de mejorar las condiciones de financiación de la banca y restaurar la confianza de los inversores, el BCE aprobó en diciembre de 2011 la realización de dos subastas extraordinarias de liquidez a tres años, la primera llevada a cabo a finales de dicho mes y la segunda en febrero de 2012, sobrepasando en conjunto 1 billón de euros (véase gráfico 4).

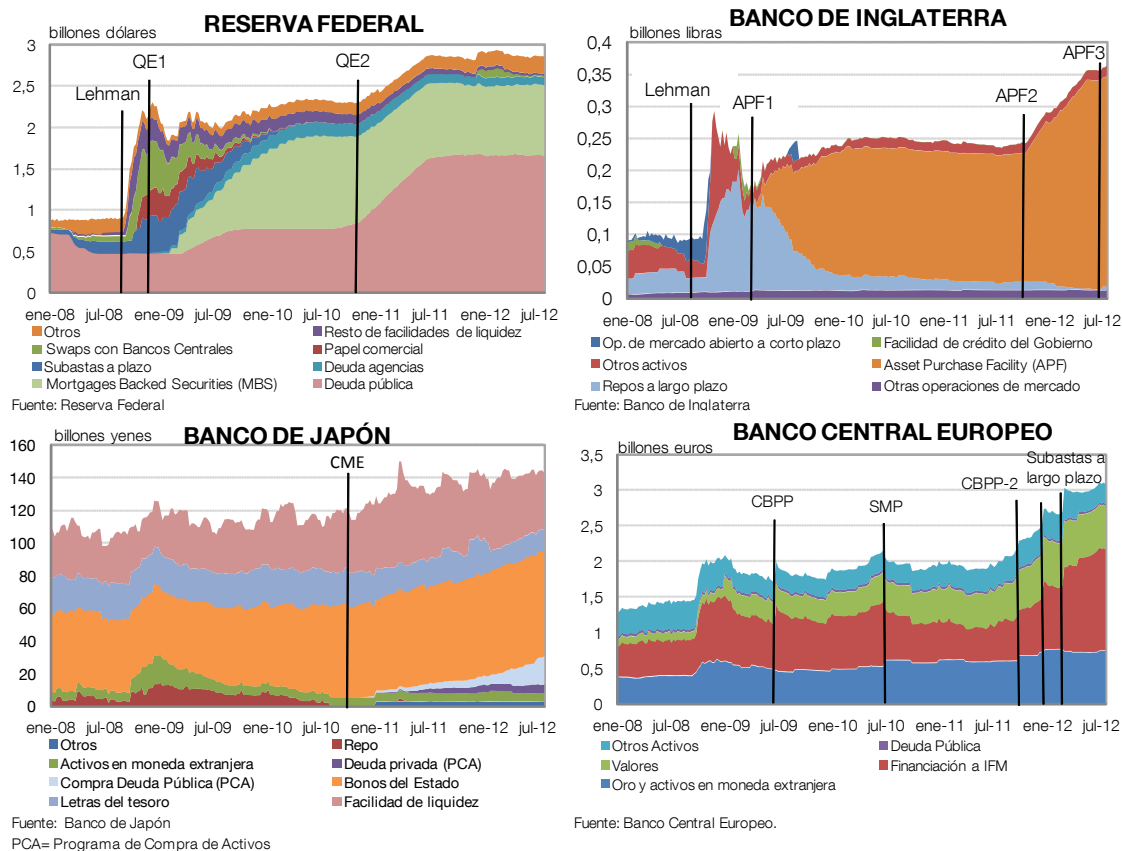
Finalmente, aunque el Banco de Japón ha llevado a cabo una política de aumento de su balance desde 2001, en el contexto de la actual crisis dio un mayor giro expansionista a través de la implementación del *Comprehensive Monetary Easing* (CME). Este incluye un programa de compra de activos, tanto públicos como privados y una facilidad de crédito con colateral que tienen como objetivo dotar de mayor liquidez a la economía. Tras diversas ampliaciones y modificaciones, en julio de 2012, los topes se situaban en 45 billones de

yenes para las compras de activos y en 25 billones para la facilidad de crédito con colateral. Con todo, hay que resaltar que estos volúmenes tan sólo suponen un límite y, en efecto, hasta julio de 2012 sólo se habían utilizado 23,4 y 30,6 billones, respectivamente, de cada programa, cuantía equivalente al 11,4% del PIB. Por tanto, es previsible que el balance siga ampliándose hasta finales de 2012, fecha límite anunciada para las compras de activos. Por último, se ha puesto en marcha desde junio de 2010 otra medida extraordinaria basada en un fondo de 3,5 billones de yenes (0,7% del PIB) con el objetivo de favorecer la provisión de crédito por parte de las entidades financieras a proyectos empresariales orientados a aumentar el crecimiento potencial de la economía.

En conjunto, desde el comienzo de la crisis el recurso a estas medidas extraordinarias con el fin de resolver los problemas de liquidez del sistema financiero y mejorar las condiciones de financiación generales ha adquirido una dimensión extraordinaria: los activos de la Reserva Federal se han acercado al 20% del PIB mientras que los del Banco de Inglaterra lo han sobrepasado cuando antes de la crisis se situaban en torno al 7%, los del Eurosistema se han doblado, rebasando el 30% tras la última subasta a tres años, registro similar al alcanzado por el Banco de Japón, que ya había superado ese nivel tras la expansión cuantitativa de comienzos de la pasada década (véase gráfico 4 y cuadro 2).

Toda esta batería de medidas de política monetaria continúa en vigor. Los tipos oficiales siguen en mínimos históricos, los mercados financieros siguen mostrando importantes disfunciones y las economías siguen registrando una marcada debilidad, especialmente las

Gráfico 4. Composición del activo de los bancos centrales de las principales economías desarrolladas



europeas. Esto es un reto para el diseño de las opciones de política económica en la medida en que los precedentes históricos son difícilmente comparables.

Cuadro 2. Balance Bruto de los Bancos Centrales de las Principales Economías Avanzadas

% PIB	Total Balance Bruto			
Fecha	Eurosistema	Reserva Federal	Banco de Inglaterra	Banco de Japón
28/12/2007	16,7	6,4	7,3	20,7
25/12/2009	20,7	16,1	17,1	26,3
20/07/2012	32,7	18,9	24,2	30,5

Fuente: Datastream.

3 La eficacia de las medidas no convencionales de política monetaria

A pesar de los desarrollos teóricos sobre las opciones de política monetaria no convencionales, lo cierto es que hay una gran incertidumbre sobre la efectividad de estas políticas tanto sobre el valor de los activos como en las variables más agregadas. Las dos únicas experiencias recientes que han recibido atención por parte del análisis empírico son Japón, a partir de 2001, y las economías desarrolladas, a partir de la crisis financiera actual.

3.1 La comparación con la experiencia de Japón

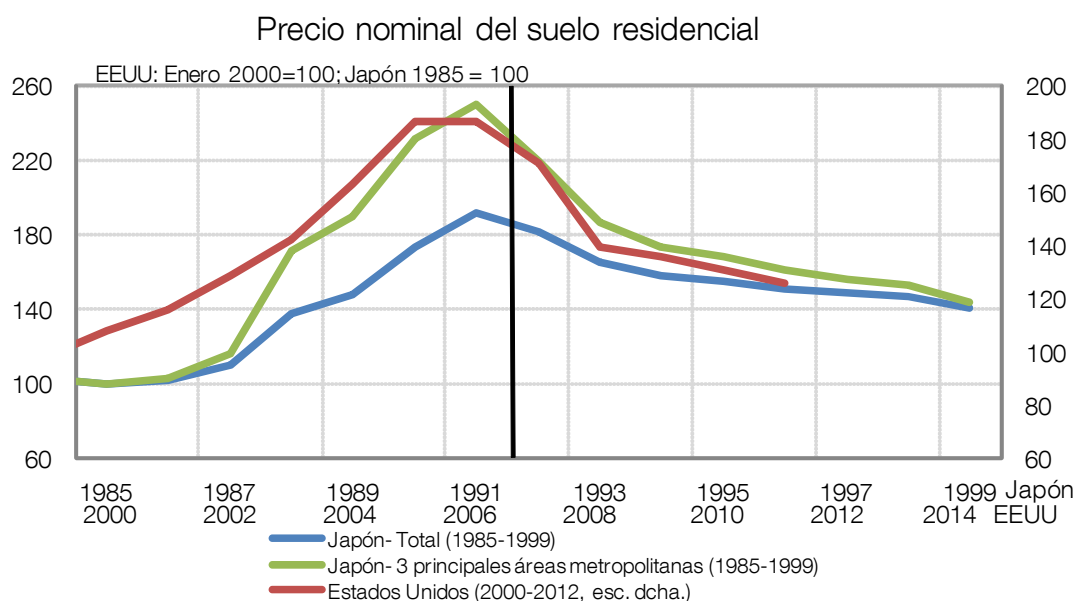
La experiencia japonesa de los años 90 es, sin lugar a dudas, una referencia valiosa tanto con la perspectiva de la evolución económica actual como para analizar la respuesta de política que se está produciendo en la presente crisis financiera.

La burbuja japonesa estalló a principios de los noventa, produciéndose un brusco cambio en la tendencia del precio de los activos reales y financieros (gráfico 5), que habían mostrado, al igual que el endeudamiento del sector privado un elevado crecimiento durante una década. El gráfico también muestra como la magnitud de la corrección en estas variables es muy similar a la ocurrida en EEUU en la crisis actual. La secuencia de políticas monetarias en respuesta a la situación económica ha sido muy parecida en ambos episodios. El Banco de Japón redujo drásticamente los tipos de interés y los mantuvo cercanos a cero desde 1995. A finales de esa década se comprometió a dejarlos en niveles próximos a cero hasta que no cambiara la situación económica. Posteriormente, desde 2001 hasta 2006, desarrolló una política de expansión de la base monetaria, incluyendo la compra de activos con riesgo. El gráfico 6 muestra que la evolución de los tipos de intervención ha sido similar a la llevada a cabo en EEUU y, en general, el conjunto de políticas monetarias y su secuencia temporal son muy similares a las comentadas en la sección segunda por parte de otros grandes bancos centrales.

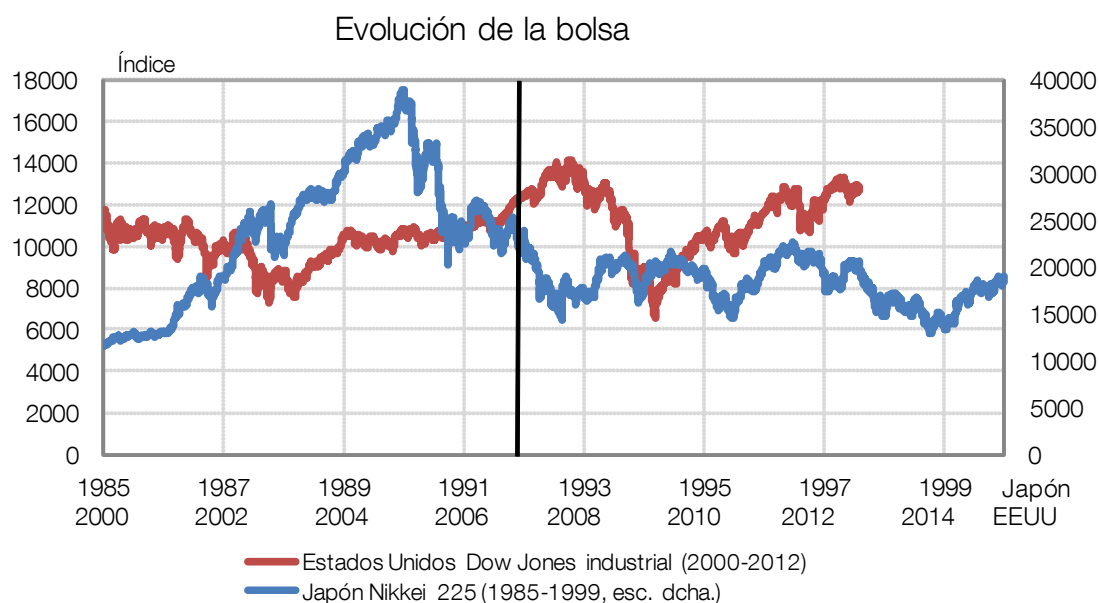
Pero también hay diferencias significativas en la evolución macroeconómica en ambos episodios y en las políticas implementadas para corregir la recesión. De hecho, la persistencia deflacionista y el bajo crecimiento respecto al resto de países desarrollados han sido uno de los argumentos utilizados por algunos para hablar de las dos décadas perdidas en Japón.

A pesar de que en los noventa se logró reducir el nivel de los tipos de interés de largo plazo (gráfico 6) y restaurar los canales de transmisión financieros y bancarios, el elevado nivel de endeudamiento y de morosidad del sector privado no se empezó a corregir de forma significativa hasta casi una década después de que explotara la burbuja. Se produjo, por tanto, un retraso en el reconocimiento de pérdidas, siendo los activos dañados fundamentalmente préstamos a empresas. Dicho deterioro prolongado en el balance de empresas y entidades financieras japonesas puede explicar que las decisiones de consumo e inversión no se vieran afectadas por los estímulos monetarios iniciales (Ugai, 2006) y, sin embargo, estimaciones más recientes, que incluyen las expansiones cuantitativas que comenzaron en 2008, han encontrado un mayor efecto sobre la actividad (Berkmen, 2012).

Gráfico 5: Evolución del precio de los activos: Estados Unidos y Japón



Fuente: Datastream.



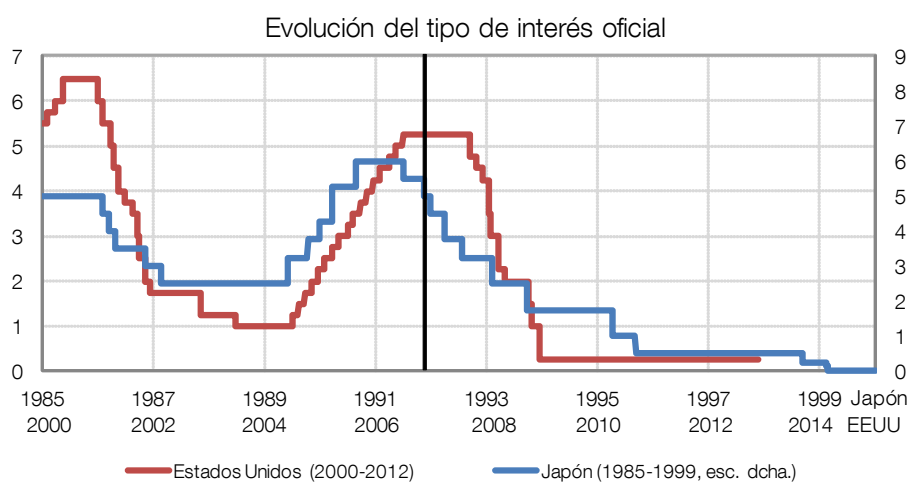
Fuente: Datastream.

Pero también se ha argumentado que las políticas implementadas en Japón no fueron suficientemente contundentes para cambiar las expectativas de los agentes económicos². Por una parte, como muestra el gráfico 6, la reducción de tipos por parte del Banco de Japón en los noventa fue menos agresiva que la realizada por la Reserva Federal.

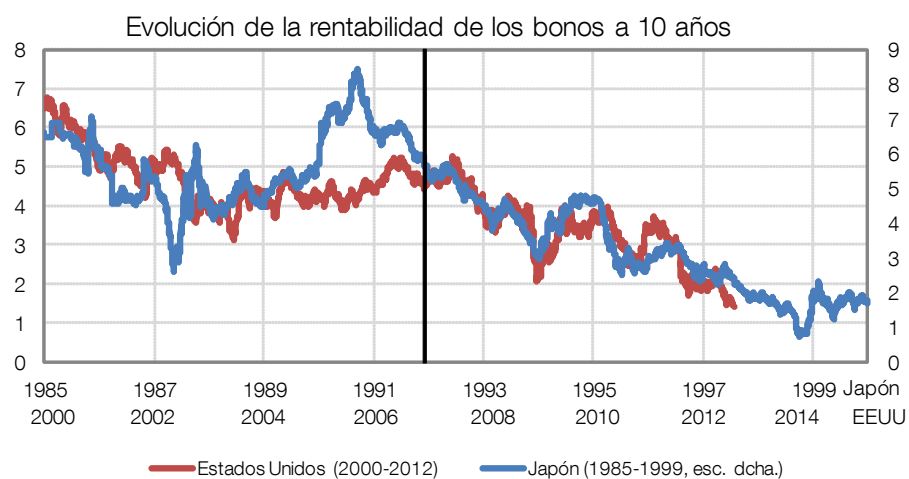
² Es justo reconocer que el Banco de Japón se enfrentaba a una situación con escasos precedentes históricos y que el grado de incertidumbre sobre la eficacia de las distintas medidas de política monetaria era muy elevado. Como prueba de ello, Blinder (2000) repasaba un amplio catálogo de potenciales instrumentos de política monetaria, destacando los riesgos y costes asociados a cada uno de ellos, señalando que el menú de opciones disponibles para el Banco de Japón era poco apetecible.

Y, por otra, las medidas regulatorias para forzar a los bancos a reestructurarse estuvieron ausentes durante los noventa, más allá de tener que reconocer alguna insolvencia puntual.

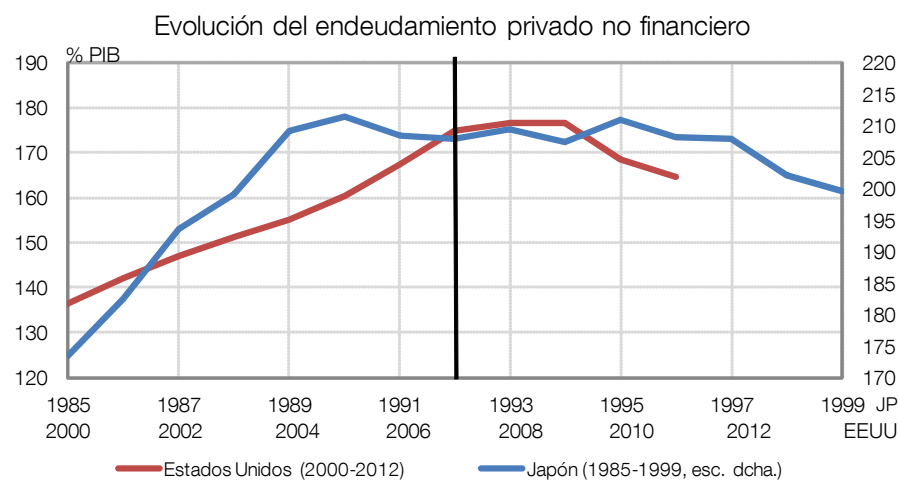
Gráfico 6: Evolución indicadores: Estados Unidos y Japón



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Datastream.



Fuentes: Reserva Federal y Banco de Japón.

Y, por último, hay otros dos factores que estuvieron presentes en la crisis japonesa y que la diferencian de la actual. Por un lado, en aquella ocasión la crisis financiera nunca tuvo un alcance global (quizás porque las autoridades japonesas en este caso sí evitaron que se materializara algún riesgo sistémico), diferenciándolo del colapso de Lehman Brothers con un claro efecto sistémico. Por otro lado, la explosión de la burbuja coincidió con un gran cambio demográfico que redujo considerablemente la población en edad de trabajar con el consiguiente efecto sobre el crecimiento.

3.2 La valoración de la experiencia actual

Pero son las medidas no convencionales llevadas a cabo desde finales de 2008, sobre todo por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, las que han recibido más atención por parte de los analistas³. La mayor parte de la literatura se ha centrado en el efecto sobre los diferentes canales de transmisión financiera y la evidencia es más escasa cuando se trata de medir el efecto macroeconómico de las medidas no convencionales.

Diferentes metodologías econométricas muestran el impacto positivo e inmediato de las medidas al reducir los tipos de interés de los bonos a largo plazo. El efecto es mayor en los tramos largos de la curva de tipos de interés aunque tiende a revertirse en el tiempo. Además, se ha apreciado una transmisión al tipo de cambio y a la rentabilidad de otros activos financieros como la deuda corporativa y los índices bursátiles. En el caso de EEUU los resultados indican la relevancia de los canales de recomposición del balance de los inversores y de expectativas, este último reflejando la intención de la Reserva Federal de querer mantener en el futuro los tipos de interés de corto plazo en niveles reducidos.

La *Operación Twist* de la Reserva Federal iniciada en septiembre de 2011 (que consiste en la compra de bonos del Tesoro con los recursos de la venta de letras sin alterar el tamaño del balance) también está contribuyendo a reducir los tipos a largo plazo aunque en este caso con un cierto efecto contrario en los tipos de corto plazo.

En general, las estimaciones econométricas son significativas pero muy diferentes según los autores y la metodología utilizada, y es difícil saber si se están aislando de forma apropiada otras variables relevantes tanto de política monetaria, en especial los anuncios sobre la propia evolución del tipo de interés oficial, como de la situación global de la economía. Es si cabe más incierto cuantificar el efecto que las medidas no convencionales han tenido sobre el gasto dado la cantidad de factores por los que hay que controlar y el lapso de tiempo necesario para poder medir cómo afectan a las decisiones de los agentes privados.

El cuadro 3 resume algunos resultados cuantitativos encontrados en trabajos recientes sobre el efecto de alguna de estas medidas sobre los precios de diferentes activos financieros y sobre algunas variables macroeconómicas. En el caso de EEUU se recoge en un rango el impacto del primer programa de expansión cuantitativa (QE1) entre noviembre de 2008 y marzo de 2009. Hay un efecto significativo aunque diferenciado en la rentabilidad de los bonos a largo plazo (entre 30 y 110 pb), en los bonos y MBS de agencias (entre 90 y 200 pb) y en los bonos corporativos (70 pb). Williams (2011) señala que estos efectos, una vez normalizados, equivaldrían a una reducción de 75 pb en el tipo de intervención de la Reserva Federal. Y en el Reino Unido los efectos en la rentabilidad de los activos, incluyendo los bonos del sector privado, son de órdenes de magnitud similares a los de EEUU. Igualmente los movimientos en el balance del banco central se estima que depreciaron la moneda en torno al 4%.

3. Véanse Meaning y Zhu (2011) y las referencias allí citadas.

Cuadro 3. Impacto de los programas de compras de activos*

Variables financieras	Estados Unidos	Reino Unido
Rentabilidad bonos del Tesoro a largo plazo	Reducción de entre 30 pb y 110 pb ¹ Sack (2009), Gagnon et al.(2011), Neely (2011), Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen (2011) y Bauer (2012)	Reducción de 100 pb Joyce et al. (2011a)
Rentabilidad bonos de agencia	Reducción de entre 150 pb y 200 pb, Gagnon et al. (2011), Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen (2011)	---
Rentabilidad MBS de agencia	Reducción de 90 pb y 110 pb, Gagnon et al. (2011), Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen (2011) y Bauer (2012)	---
Rentabilidad bonos corporativos (grado de inversión)	Reducción de 70 pb Gagnon et al. (2011)	Reducción de 70 pb Joyce et al. (2011a)
Rentabilidad bonos corporativos (high yield)	---	Reducción de 150 pb Joyce et al. (2011a)
Tipo de cambio	Depreciación del 3,6% al 10,8% dependiendo de la moneda de contrapartida. Neely (2011)	Depreciación efectiva del 4% Joyce et al. (2011a)
Variables macroeconómicas		
PIB	Incremento de 0,4% de manera persistente Chen et al (2011)	Incremento de 1,5 pp a 2 pp Joyce et al. (2011b), Kapetanios et al. (2012) y Bridges y Thomas (2012)
IPC	Muy reducido Chen et al (2011)	Aumento de 0,75 pp a 1,5 pp Joyce et al. (2011b), Kapetanios et al. (2012) y Bridges y Thomas (2012)

*En el caso de las variables financieras, el impacto se refiere al efecto sobre dichas variables en torno a las fechas de los anuncios de compras. Para el Reino Unido, se refiere al impacto de la primera ronda de impulso cuantitativo.

¹ Corresponde al impacto estimado hasta marzo de 2010.

En el caso del impacto sobre las variables macroeconómicas hay más diferencias entre los estudios realizados en los dos países. Joyce et al. (2011) estiman para el Reino Unido que, vía los canales habituales de reducción del coste de financiación y el aumento de la riqueza, los efectos sobre el crecimiento del PIB (entre 1,5 y 2 pp) y la inflación (entre 0,75 y 1,5 pp) son equivalentes a una reducción de los tipos oficiales de entre 150 y 300 pb. En EEUU los efectos estimados, tanto sobre la actividad como sobre la inflación, son más reducidos. Sin embargo, con una metodología común, Baumeister y Benati (2010) señalan efectos significativos en crecimiento e inflación de la reducción de los diferenciales de tipos de interés a largo plazo para la zona euro, EEUU, Japón y Reino Unido durante el período 2007-2009.

No obstante, la efectividad de las estrategias no convencionales podría ser decreciente en el tiempo. Por un lado, el impacto de la expansión cuantitativa podría disminuir paulatinamente, ya que el efecto sorpresa sobre los mercados se reduciría, al tiempo que la nueva liquidez inyectada representaría un porcentaje cada vez menor de la liquidez total del sistema. Por otro lado, la expansión cuantitativa se inició en un momento en que las autoridades fiscales diseñaban políticas expansivas, por lo que es incierto si su efecto sería diferente en otro entorno fiscal. Así Bauer (2012) y Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen (2011) estiman que los efectos asociados al programa QE2 son de menor magnitud que los generados por la operación QE1.

De lo que no cabe duda es que esta acción monetaria expansiva ha ejercido una influencia decisiva sobre la estabilidad financiera, facilitando la obtención de financiación a corto plazo por parte del sistema financiero, mitigando así sus problemas de liquidez y permitiendo que el necesario desapalancamiento del sector bancario transcurra en un escenario de menores tensiones.

4 Los riesgos asociados a la continuidad de una situación como la actual

El mantenimiento del tono expansivo de las políticas monetarias es necesario en el actual contexto en el que se desenvuelven las economías desarrolladas, caracterizado por el tensionamiento del sector financiero, la fuerte consolidación fiscal y la vigencia de output gaps negativos. Sin embargo, la configuración de un escenario con un periodo prolongado de bajos tipos de interés —sobre la que existe cada vez más certeza (como pone de manifiesto, por ejemplo, el gráfico 3 para EEUU)— plantea una serie de riesgos de diversa naturaleza que hacen más acuciante la necesidad de encontrar las herramientas adecuadas para la superación de la crisis (véase BIS, 2012, Caruana, 2012, Hannoun, 2012, y Shirakawa, 2012).

En primer lugar, la vigencia de condiciones de liquidez extraordinariamente laxas, puede reducir los incentivos de las entidades a sanear los balances (al poder recurrir, transitoriamente al menos, a refinanciar activos que en la práctica se sabe que son irrecuperables). En ausencia de medidas regulatorias adecuadas, es posible que, en este entorno, las entidades retrasen la necesaria reestructuración de sus balances e incluso pueden optar por aumentar su apalancamiento y, en consecuencia, su riesgo. En Japón, tras la explosión de la burbuja inmobiliaria y bursátil en la última década del siglo pasado, se tardó mucho —más de un lustro— en asumir que resultaba ineludible que los bancos reconocieran pérdidas y se recapitalizaran. El mantenimiento de los llamados “créditos zombis” a clientes insolventes deprimió todavía más las oportunidades de inversión y empleo en el resto de la economía (Caballero et al., 2008). Sin duda, esta experiencia —aunque con notables diferencias respecto a la situación actual— ha pesado en las decisiones de reguladores y gobiernos tanto en EEUU como en Europa desde 2008 para sanear y reforzar la estructura de capital de los bancos.

En este sentido, debe insistirse en que las intervenciones no convencionales de los bancos centrales son medidas de carácter excepcional para momentos puntuales de estrés financiero. Pero la oferta extraordinaria de liquidez en el sistema no resuelve los posibles problemas de solvencia de las instituciones financieras y, por tanto, debe evitarse que, en este entorno, las entidades opten por retrasar la reestructuración de su balance, reconociendo pérdidas en sus activos, o que incluso aumenten su endeudamiento y su riesgo.

En segundo lugar, repasando la historia económica no es difícil encontrar episodios de países que han generado inflación para reducir el valor de su deuda pública, eliminando la credibilidad de la política monetaria. En la actualidad, la interacción de una política monetaria basada en la expansión del balance del banco central, sobre todo mediante la adquisición de títulos públicos, y una política fiscal que aunque en la mayoría de los países desarrollados es restrictiva todavía supone incrementos significativos en el nivel de deuda pública, puede llevar a confundir los objetivos de ambas políticas. Así, la compra de deuda pública por parte del banco central se puede entender como una forma indirecta de reducir la carga financiera de los gobiernos y por tanto de reducir los incentivos de la necesaria consolidación fiscal.

En esta línea, algunos bancos centrales han anunciado que en el actual contexto económico no subirán los tipos de interés, en respuesta a aumentos de inflación, centrando su actuación en otros objetivos, como los de preservar la estabilidad financiera o sostener el crecimiento económico. Este tipo de regla de comportamiento, junto a la falta de credibilidad

de la política fiscal de algunos gobiernos para hacer la deuda pública sostenible, puede llevar a que la determinación de la senda de precios no recaiga en la política monetaria. Se pasaría, por tanto, a un régimen de dominancia fiscal en lugar de monetaria en el control de la inflación (Sims, 2010). En todo caso, hay que señalar que las expectativas de inflación en las principales economías avanzadas permanecen firmemente ancladas (véase gráfico 2), lo que indica que la batería reciente de medidas no convencionales no parece haber afectado a la credibilidad de los bancos centrales.

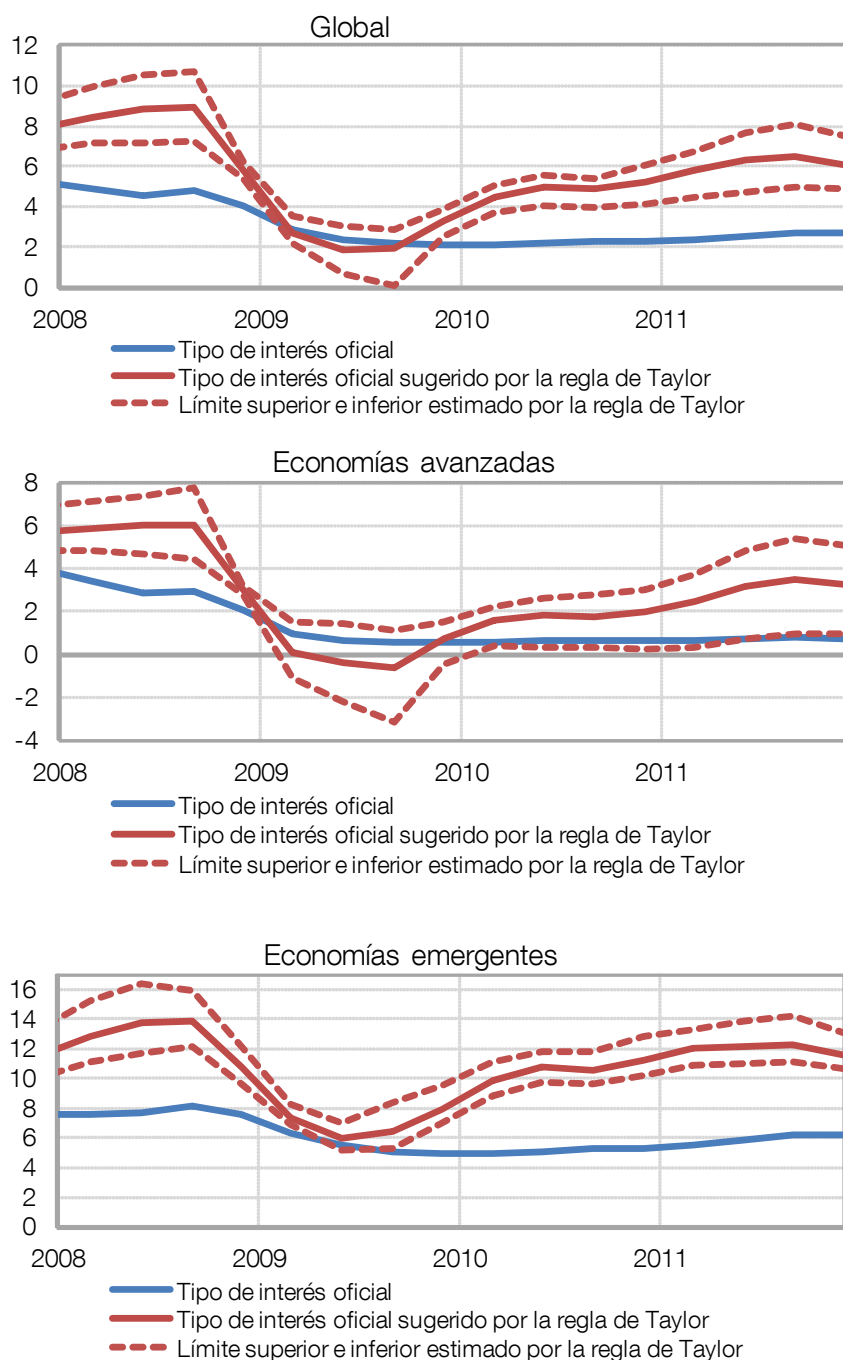
En tercer lugar, otra consecuencia preocupante de la vigencia prolongada de tipos reducidos es que los márgenes de intermediación de los bancos se comprimen considerablemente, pudiendo disminuir, por tanto, los incentivos a desarrollar estas tareas de intermediación financiera. Además, esta situación supone una presión adicional sobre las cuentas de resultados de las entidades financieras que puede resultar especialmente nociva en una situación de debilidad de sus balances.

En cuarto lugar, con una perspectiva más amplia, la configuración de un entorno de tipos de interés en mínimos históricos en economías sistémicas tiene efectos *spillover* sobre las economías emergentes. Como se ha puesto de manifiesto en diversos episodios durante la crisis actual, se produce un crecimiento de los flujos de capital hacia las economías emergentes —en un marco general de búsqueda de mayores rentabilidades por parte de los inversores internacionales— que acaba propiciando un recalentamiento de estas economías y la apreciación de sus monedas. Esto genera un dilema para la gestión de la política económica de estos países: así, elevaciones de tipos, que resultarían adecuadas para hacer frente a la aceleración excesiva de la actividad y a las presiones inflacionistas, estimularían, sin embargo, nuevas entradas de capitales. Y, por otro lado, se tiende a sobre-acumular reservas y tomar medidas de control sobre los flujos de capitales tratando de limitar la apreciación de su moneda y mantener su competitividad.

En quinto lugar, las intervenciones no convencionales prolongadas, que favorecen el mantenimiento de una situación de tipos bajos y curva de rendimientos aplanada, pueden distorsionar el comportamiento de los mercados financieros y pueden acabar socavando el papel de estos en favorecer una adecuada asignación intertemporal de los recursos.

En definitiva, la consecuencia de estas acciones extraordinarias es el mantenimiento de un tono de la política monetaria muy expansivo. Incluso sin tener en cuenta las medidas no convencionales, la vigencia de tipos de interés reales en niveles muy reducidos o de tipos oficiales muy por debajo de los que serían consistentes con una regla de Taylor tradicional (véase gráfico 7) ya indicarían una orientación acomodaticia de la política monetaria, especialmente en las economías emergentes, donde los bajos niveles de tipos han respondido, en parte, a la preocupación por las presiones apreciatorias y por las entradas de capitales. En las economías avanzadas, el tono de la política monetaria es mucho más acomodaticio de lo indicado por la brecha entre el tipo oficial y el resultante de la regla de Taylor si se tiene en cuenta la magnitud de la expansión de los balances de los bancos centrales. En este contexto, el diseño de las estrategias de salida —es decir, de la retirada de estos estímulos para que la política monetaria vuelva a tener un tono neutral (en otros términos, tipos reales acorde con su tasa natural)—, constituye un reto sustancial. La contracción del balance de los bancos centrales, hasta recuperar su tamaño anterior a la crisis, sin desencadenar tensiones importantes en los mercados financieros no parece una tarea sencilla (Hannoun, 2012).

Gráfico 7. Regla de Taylor



Fuente: BIS, 82º Informe Anual. Capítulo IV.

Por tanto, aunque hay un consenso de que en la actualidad los objetivos primordiales de las políticas económicas en el corto plazo son estimular el gasto agregado y sanear el sistema financiero, existe el riesgo de no combinar adecuadamente estas políticas y por tanto no cumplir con los objetivos marcados. Así se ha puesto de relieve por parte de la literatura académica, al perpetuarse una situación recesiva como la de Japón en la segunda mitad de la década de los noventa. Pero como se ha indicado, los responsables económicos tienen que ser conscientes también de los riesgos que puede conllevar el perpetuar en el tiempo una determinada senda expansiva de política monetaria.

5 El papel de las otras políticas económicas

5.1 Políticas para la estabilidad financiera

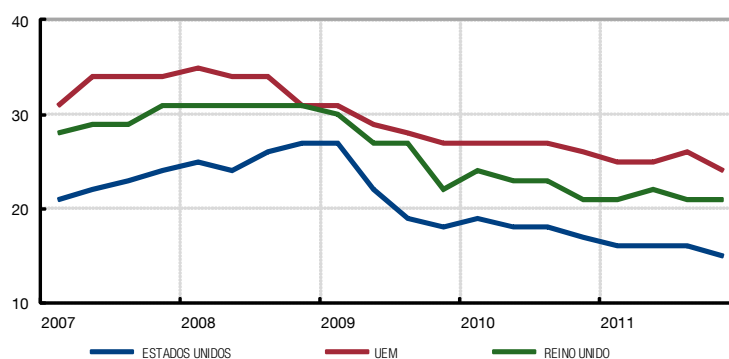
Más allá de los esfuerzos de los bancos centrales por proveer liquidez en respuesta a la crisis, reguladores y supervisores han actuado para restaurar la solvencia del sistema financiero. Por un lado se han liquidado entidades no viables y, por otro, se está reduciendo el balance y recapitalizando a las entidades con problemas de solvencia pero viables. Este proceso está discurriendo en paralelo a la reevaluación contable de aquellos activos sobre los que por motivos prudenciales existen dudas de que estén contabilizados a un valor razonable así como a la corrección de los excesos de capacidad de los sistemas bancarios que se habían generado en la fase alcista del anterior ciclo económico.

Estas reformas son necesarias para recobrar la estabilidad financiera, facilitando el acceso de las entidades a la financiación mayorista y reduciendo su dependencia de la liquidez de los bancos centrales. La alternativa es que las entidades se vean obligadas a deshacerse de sus activos de forma abrupta, produciendo una caída adicional de precios de activos y una mayor restricción crediticia, o que los gobiernos tengan que acudir a su recapitalización, elevando los riesgos para la deuda soberana.

Sin duda este proceso está realizándose de forma desigual a nivel global y el hecho de que algunas instituciones se vean todavía como vulnerables a diferentes shocks hace que no haya acabado de recobrase la confianza de los inversores en el conjunto del sector.

El gráfico 8 muestra el proceso de desapalancamiento que desde 2008 se ha producido en los bancos de EEUU, Reino Unido y UEM. En EEUU la recapitalización bancaria se produjo a principios de 2009, tras un ejercicio de stress-test a sus entidades. Sin embargo en Europa este proceso ha empezado más tarde, tras los ejercicios de transparencia con los stress-test de 2010 y 2011. Así, en 2011-2012 las entidades más grandes están llevando a cabo planes adicionales de reducción de su apalancamiento bajo la supervisión de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, en sus siglas en inglés). La retención de beneficios, el aumento de capital y, en menor medida, la venta de activos son los principales instrumentos que las entidades están utilizando para proceder a la corrección de sus balances (FMI, 2012c).

Gráfico 8. Desapalancamiento del sector bancario
(Activos tangibles ajustados en relación con el capital Tier 1)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (*Global Financial Stability Report*, abril 2012).

Uno de los retos actuales es que este proceso de saneamiento bancario no suponga una restricción crediticia excesiva en empresas y familias, sobre todo en proyectos y sectores que puedan contribuir a recuperar un crecimiento más equilibrado. Hay que tener en cuenta que tanto en EEUU como en algunos países europeos también se está produciendo una corrección del elevado endeudamiento del sector privado no financiero, muy ligado a la anterior expansión inmobiliaria, y que limita las nuevas decisiones de gasto privado.

Al mismo tiempo, se está cambiando la regulación para lograr mejorar la resistencia de las instituciones bancarias a futuras perturbaciones económicas y financieras. Esto se produce estableciendo marcos de referencia común de las regulaciones nacionales como el acuerdo de Basilea III que introduce nuevas normas de capital y de liquidez o aumentando la transparencia y el seguimiento del sistema financiero no regulado.

Igualmente muchos países están avanzando en mejorar sus herramientas microprudenciales y macroprudenciales para prevenir los desequilibrios financieros, y se están revisando las responsabilidades de supervisión y regulación financiera que necesariamente tienen que coordinarse mejor con las autoridades monetarias para garantizar la estabilidad macroeconómica y financiera. En este sentido los países de la zona euro se han comprometido en diseñar de forma inmediata un mecanismo de supervisión único para avanzar en la integración financiera y garantizar así su estabilidad.

5.2 La Política Fiscal

5.2.1 LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL EN RESPUESTA A LA CRISIS

En la fase de mayor virulencia de la crisis, se produjo una rápida y contundente respuesta de las políticas económicas en las principales economías avanzadas que permitió evitar el colapso de los mercados financieros internacionales y diluir el riesgo de una intensificación del proceso de retroalimentación entre los sectores real y financiero en la economía global. En particular, la política fiscal adquirió un destacado protagonismo con la aprobación de ambiciosos planes de estímulo que perseguían sostener la confianza de los agentes, estimular la demanda agregada y dotar de mayor solidez al sistema financiero. Esta orientación contó, en los momentos de mayor profundidad de la crisis con un elevado grado de consenso a escala global, y fue también respaldada sin ambages por las instituciones internacionales —principalmente, por el FMI (Spilimbergo et al., 2008)—.

Esta respuesta de la política fiscal resulta coherente con los resultados de algunos trabajos empíricos —como Auerbach y Gorodnichenko (2012)— que muestran que los multiplicadores fiscales son pequeños (inferiores a la unidad) durante las expansiones pero en las recesiones pueden tener una magnitud significativamente mayor. Diversos trabajos teóricos han tratado de proporcionar un soporte teórico a este resultado empírico. Canzoneri et al. (2011) proponen la existencia de fricciones financieras contracíclicas como justificación para el mismo: en las recesiones hay una mayor proporción de agentes —hogares y empresas— restringidos financieramente, de modo que un impulso fiscal, al deshacer estas restricciones, resultará más efectivo para estimular el gasto. Alternativamente, otros autores —Christiano et al. (2011), Woodford (2011) y Wieland (2012)—, han destacado que en presencia de una situación con tipos próximos a cero, los multiplicadores fiscales pueden ser especialmente elevados porque en esa situación los impulsos fiscales no generan una elevación de los tipos nominales. No obstante, una nota de cautela surge del resultado de Iltetzki et al. (2010), que muestran que los multiplicadores fiscales son nulos en los países con deudas elevadas, lo que sugiere que los rendimientos de la política fiscal pueden ser decrecientes en países altamente endeudados.

5.2.2 EL PAPEL DE LA POLÍTICA FISCAL EN UN ENTORNO DE TIPOS NOMINALES PRÓXIMOS A CERO

Las limitaciones de la política monetaria para proporcionar los estímulos adecuados para reactivar la economía cuando los tipos nominales han agotado su recorrido a la baja han motivado la aparición de una amplia literatura que analiza la efectividad potencial de distintos instrumentos fiscales en este contexto.

Con el objetivo de relanzar el crecimiento en Japón, ya a principios de la década pasada, Feldstein (2003) proponía dos medidas basadas en la expansión de la demanda. Por un lado, el anuncio de una elevación gradual del tipo del IVA desde el 5% vigente entonces hasta alcanzar el 20% a un ritmo de un 1% de aumento anual, compensada por una reducción del impuesto sobre la renta de modo que la recaudación total permaneciese constante. Con esta medida se pretendía que los hogares anticipasen sus decisiones de consumo. Por otro lado, el anuncio de desgravaciones por inversión, decrecientes en el tiempo, complementadas con aumentos del impuesto de sociedades de modo que las medidas fuesen neutrales desde el punto de vista de la recaudación, también ayudaría a adelantar las decisiones de inversión por parte de las empresas.

Más recientemente, han proliferado los trabajos sobre medidas fiscales adecuadas en un entorno de tipos cercanos a cero. Gomes et al. (2010) muestran, utilizando un modelo DSGE para el área del euro y la economía global, que los instrumentos fiscales para reactivar el crecimiento en este contexto son los aumentos del consumo público y los recortes de los gravámenes sobre el consumo. Por el contrario, reducciones de los impuestos sobre la renta podrían inducir un aumento de la oferta de trabajo, descensos de la inflación y, por tanto, una prolongación de la situación de trampa de la liquidez. En la misma línea, Eggertsson (2011b) muestra que en una situación con tipos nominales próximos a cero, ciertos recortes impositivos pueden tener efectos contractivos: por ejemplo, reducciones de las cotizaciones sociales pueden generar presiones deflacionarias mientras que recortes de los impuestos sobre las rentas del capital pueden estimular el ahorro y reducir el consumo. Este autor encuentra que entre las medidas fiscales más eficaces para reactivar la economía se incluirían, por un lado, recortes impositivos temporales que estimulen la demanda agregada más que la oferta —como, por ejemplo, las desgravaciones fiscales a la inversión o los impuestos sobre el consumo— y, por otro, incrementos temporales del gasto que no desplacen a la iniciativa privada —por ejemplo, inversión en infraestructuras—. En la misma línea, Correia et al. (2011) muestran cómo una reducción temporal de los impuestos sobre el consumo acompañada de una elevación, también temporal, del impuesto sobre la renta laboral puede propiciar una reactivación de la economía en una situación con tipos nominales próximos a cero.

5.2.3 RETOS ACTUALES PARA EL DISEÑO DE LA POLÍTICA FISCAL EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

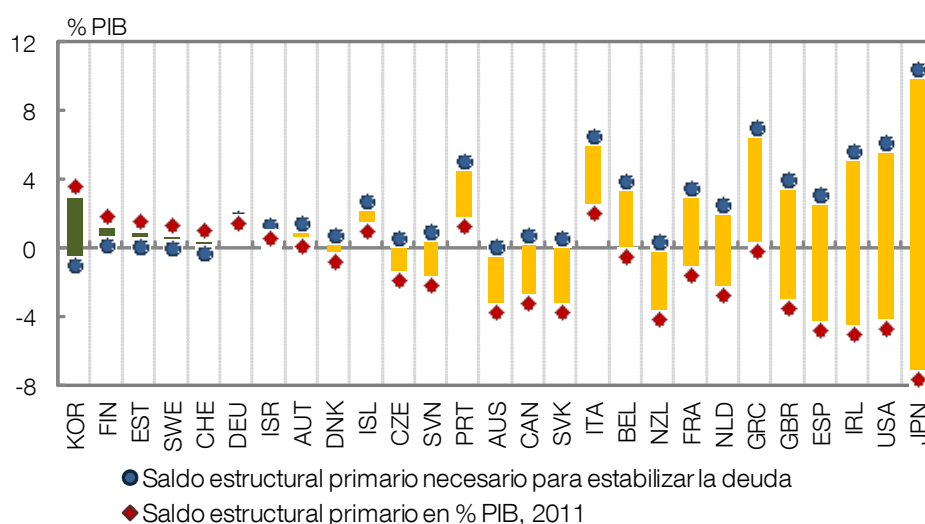
Los resultados anteriores se obtienen bajo el supuesto de que la política fiscal sigue siendo creíble, es decir, que los estímulos introducidos no afectan a la percepción sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas y, por tanto, a las primas de riesgo asociadas a los títulos públicos. Sin embargo, transcurridos tres años después de la adopción de los planes de expansión fiscal extraordinarios, las finanzas públicas han experimentado un marcado deterioro en las principales economías desarrolladas, de modo que los márgenes de maniobra disponibles son extremadamente limitados. De este modo, los potenciales programas de estímulo fiscal en estas economías se ven severamente restringidos por la necesidad de consolidación presupuestaria en el medio y largo

plazo. Es más, la profundidad de la crisis ha propiciado, en algunos casos, una reevaluación por parte de los mercados de los superávits primarios necesarios para retomar a una senda de estabilidad de la deuda, de modo que las exigencias de consolidación presupuestaria se han trasladado al corto plazo. En estos casos, la vuelta a una situación de crecimiento sostenible pasa ineludiblemente por la recuperación de la confianza en la posición fiscal, para lo que se requiere la implementación efectiva de medidas de consolidación fiscal con una traslación inmediata y permanente en la corrección del déficit además de la ruptura de los efectos de realimentación entre riesgo soberano y bancario que en la coyuntura reciente han sido un elemento esencial en el aumento de la vulnerabilidad fiscal (BIS, 2012).

Existe un consenso bastante amplio de que en presencia de un mayor espacio fiscal —entendido este, en un sentido amplio, como el margen disponible, de acuerdo con la experiencia histórica, para aumentar la deuda sin que se produzca una elevación sustancial del coste de financiarla o sin que se entre en una dinámica de crecimiento insostenible de la misma— resultaría óptimo aprobar estímulos fiscales a corto plazo y medidas de consolidación a largo (Romer, 2011).

Esta es, a grandes rasgos, la estrategia seguida en Estados Unidos, donde se viene adoptando una cierta relajación de la consolidación fiscal a corto plazo (por ejemplo, mediante la extensión de las ayudas para desempleados de larga duración y la reducción de las cotizaciones a la Seguridad Social hasta finales de 2012) con el objetivo de una mayor consolidación a largo, si bien el diseño de las estrategias fiscales se está viendo dificultado por la elevada polarización política. Las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas hacen más necesario aún el anuncio de estrategias creíbles de consolidación fiscal a largo plazo y limitan sustancialmente los planes de estímulo aplicables. Como se muestra en el gráfico 9, el esfuerzo fiscal necesario para estabilizar la ratio de deuda sobre PIB en 2030 es muy elevado, especialmente en Japón y Estados Unidos⁴.

Gráfico 9. Diferencia entre el saldo estructural primario en 2011 y aquel necesario para estabilizar la deuda en 2030



Fuente: Fondo Monetario Internacional (*Fiscal Monitor*, abril 2012).

Nota: Las barras verdes (amarillas) indican que el saldo estructural primario en 2011 está por encima (por debajo) del saldo estructural primario requerido para reducir la deuda.

4. Véase también a este respecto OCDE (2012).

En las economías que carecen de espacio fiscal, la consolidación de las cuentas públicas resulta ineludible en el corto plazo, si bien resulta aconsejable seguir un patrón gradual, dado el elevado valor de los multiplicadores fiscales en las fases recesivas (FMI, 2012b). Esta es la situación de las economías más vulnerables de la zona euro que se ven más afectadas por la crisis de la deuda soberana.

5.3 Políticas de oferta

En una situación como la descrita en los epígrafes anteriores en la que la demanda presenta una acentuada debilidad y las políticas de demanda tradicionales pueden resultar menos efectivas —como es el caso de la política monetaria— o no existe un margen suficiente para poder aplicarlas —política fiscal—, las políticas de oferta desempeñan un papel importante.

Por ejemplo, en el actual contexto de tipos cero Fernández-Villaverde et al. (2011) defiende que las políticas de oferta que contribuyan a elevar la producción futura —favoreciendo, por ejemplo, ganancias de productividad o reducciones de los márgenes— pueden generar un efecto riqueza que estimule el consumo presente y desincentive el ahorro. Estos autores argumentan que estas ganancias de productividad son más relevantes en economías que tienen reformas estructurales pendientes (mercado laboral, liberalización de los servicios, mejoras de la formación profesional, entre otras) y, no tanto, en otros países en los que los incrementos potenciales asociados a este tipo de transformaciones son más escasos, por haber tenido lugar en gran medida en el pasado. Sin embargo, Eggertsson (2011a) muestra precisamente lo contrario: que, en un contexto de tipos cercanos a cero y deflación, políticas que aumentan el poder de monopolio y la militancia sindical tienen consecuencias potencialmente expansivas. El argumento para este resultado contraintuitivo es que estas políticas logran generar expectativas de inflación positivas, reduciendo de esta manera los tipos de interés reales y aumentando el gasto⁵.

Más allá de los resultados de la literatura, desde un punto de vista de política económica hay dos vías para las actuaciones por el lado de la oferta agregada: (i) ampliando el margen fiscal al aumentar la credibilidad de las finanzas públicas; y (ii) contribuyendo a aumentar la competitividad de la economía maximizando así el soporte de la demanda exterior.

En primer lugar, reformas estructurales (como las relacionadas con el sistema de pensiones o el mercado de trabajo) que contribuyan a mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el medio y largo plazo, permiten reducir el coste de financiación de los gobiernos y, por tanto, amplían el margen disponible para poner en práctica programas de estímulo fiscal en el corto plazo.

En segundo lugar, el aumento de la demanda externa, como resultado de políticas de oferta que propicien la consecución de mejoras de competitividad resulta un canal esencial en un contexto, como el actual, en el que las políticas sobre la demanda interna están seriamente limitadas. No obstante, conviene introducir alguna matización. Por un lado, se necesita un cierto tiempo para cosechar los frutos de estas políticas. Por otro lado, en países donde la contracción de la demanda interna ha sido muy abrupta, la reabsorción de los recursos —sobre todo la fuerza laboral— que han quedado ociosos en las ramas de actividad sobre las que recae la demanda exterior constituye un

5. De acuerdo con el modelo de Eggertsson (2011a), las políticas del New Deal —en particular, la *National Industrial Recovery Act*, que suspendió transitoriamente las leyes *antitrust* y facilitó la militancia sindical con el fin de incrementar precios y salarios— tuvieron efectos expansivos.

desarrollo deseable pero también requiere un tiempo prolongado. En todo caso, el corolario de estas dos cautelas es que este tipo de políticas son especialmente necesarias y urgentes en las circunstancias actuales. Un matiz de distinta naturaleza sería aplicable en países que estuviesen experimentando presiones deflacionistas, que podrían verse acentuadas en el corto plazo por este tipo de políticas.

6 La coordinación internacional de las políticas

Como se ha descrito en el epígrafe segundo, en 2008 se produjo una respuesta coordinada de política monetaria entre las principales economías desarrolladas. Además, los gobiernos de estos países tomaron acciones adicionales para garantizar la liquidez, proteger los depósitos bancarios o reestructurar las entidades de sus propios sistemas financieros.

Pero el riesgo de un colapso financiero en otoño de 2008 era global y eso puso en alerta al conjunto de las economías tanto desarrolladas como emergentes. Esta situación llevó a los líderes del G-20 a reunirse por primera vez en Washington en octubre de 2008 y a comprometerse en actuar conjuntamente para tratar de restablecer el crecimiento y reformar el sistema financiero internacional. Se tenía muy presente que durante la anterior gran crisis mundial, en la Gran Depresión de los años 30, la falta de coordinación de las políticas económicas llevó a un alargamiento y profundización de la recesión. Para evitar una reedición de ese fallo y hacer frente a las consecuencias de la crisis, se diseñó un ambicioso plan de acción conjunto, que ha sido objeto de seguimiento desde entonces por parte de las autoridades de los países del G-20, que representan a más del 90% del PIB mundial. El G-20 se ha convertido, por tanto, en el principal foro de cooperación económica internacional.

Sin lugar a dudas, las acciones coordinadas de carácter extraordinario, monetarias y fiscales, llevadas a cabo a finales de 2008 y en 2009 ayudaron a disminuir las tensiones del sector financiero y moderaron la caída del crecimiento global. Se trató de que los paquetes de estímulo fiscal, diferentes en su composición por país, fueran rápidamente implementados y tuvieran un carácter temporal. Así, según el FMI, los estímulos fiscales supusieron el 2% del PIB del G-20 en 2009 y el 1,6% en 2010. A ello hay que añadir las medidas específicas por parte de los gobiernos de apoyo al sector financiero (recapitalización, compra de activos,...) y que sólo en 2009 superaban el 5% del PIB de los países desarrollados del G-20. De este modo, en un entorno de marcado deterioro cíclico, el empeoramiento del saldo fiscal y el aumento de la deuda pública en los países desarrollados en el período 2007-2011 alcanzó magnitudes muy elevadas (véase cuadro 4).

Cuadro 4. Evolución del Déficit y de la Deuda Pública

% PIB	Déficit Público		Deuda Pública Bruta	
	2007	2011*	2007	2011*
Estados Unidos	-2,7	-9,6	67,2	102,8
Reino Unido	-2,7	-8,6	43,9	82,3
Japón	-3,0	-10,1	188,6	229,9
UEM	-0,7	-4,1	66,4	88,1
Francia	-2,7	-5,2	64,2	86,1
Alemania	0,2	-1,0	65,2	81,2
Italia	-1,5	-3,9	103,1	120,1
España	1,9	-8,9	36,1	68,5
Australia	1,3	-4,3	9,7	22,9
Canadá	1,6	-4,4	66,5	84,7

* 2011: Previsiones.

Fuentes: Fondo Monetario Internacional (*Fiscal Monitor*, julio 2012 y WEO, abril 2012 para Australia).

Más allá de las medidas de choque para restaurar la confianza y devolver la estabilidad al sistema financiero, también se puso en marcha una amplia agenda para reforzar la regulación y supervisión con el fin de evitar un nuevo colapso como el de 2008. La responsabilidad de llevar a cabo esta agenda recae sobre el recién creado Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas en inglés). Igualmente, se emprendieron importantes reformas de las instituciones financieras internacionales, para dotarlas de más recursos y de mayor legitimidad, con los que poder hacer frente a compromisos futuros; y se logró también una vigilancia estrecha sobre posibles prácticas proteccionistas en el comercio mundial, favoreciendo así que la demanda externa fuera una palanca de recuperación global.

Y a finales de 2009, cuando se vislumbraba el principio de la recuperación, se diseñó un marco para lograr un crecimiento fuerte, duradero y equilibrado entre los países del G-20. Hay un proceso de evaluación mutua (MAP, en sus siglas en inglés), que con la ayuda del FMI, revisa de forma regular la consistencia de las políticas nacionales y regionales con el fin de alcanzar dicho objetivo⁶. Una de las recomendaciones clave en este foro ha sido la de fomentar reformas estructurales en economías que vienen manteniendo recurrentemente superávits corrientes, de modo que se favorezca la expansión de sus demandas internas y contribuyan a la recuperación de la economía global.

Casi cuatro años después de iniciado este proceso de coordinación, el mismo ha perdido parte de su ímpetu inicial. Sin duda, se ha avanzado en la corrección de algunos de los desequilibrios externos, se ha iniciado el necesario desapalancamiento del sector privado y se han dado pasos en la agenda de la reforma financiera. Pero la desaceleración en 2011 y el retraso en la senda de recuperación, así como las propias dificultades para superar la crisis soberana y bancaria en la zona euro, están dificultando la consolidación fiscal, el saneamiento de las entidades financieras y el avance en las reformas que mejoren el crecimiento potencial.

Hay que recordar que en la cumbre de Toronto de 2010 los países desarrollados se comprometieron a reducir su déficit al menos a la mitad en 2013 y a estabilizar la deuda pública en 2016 como condición necesaria para sustentar un crecimiento equilibrado. En la mayoría de los países se está produciendo la reducción del déficit público, aunque a una menor velocidad de la comprometida. Pero a corto plazo, la debilidad y los riesgos de la situación macroeconómica exigen seguir manteniendo políticas de demanda con algún carácter anticíclico (FMI, 2012). Y eso supone, además de continuar con el tono de las políticas monetarias, seguir también con programas de estímulo fiscal en aquellos países que no están sujetos al escrutinio de los mercados financieros.

6. Véase Estrada (2012) para un análisis más detallado de esta nueva herramienta de la gobernanza económica mundial.

La tarea de extraer lecciones de la crisis actual para la gestión de las políticas económicas resulta complicada, sobre todo, porque sigue en curso —estando en algunas regiones en su fase más aguda— y porque todavía es pronto para valorar el grado de éxito de las políticas aplicadas. En todo caso, la revisión de la literatura académica y de los debates de política económica permite identificar, por un lado, algunas conclusiones sobre las que existe un elevado grado de consenso y, por otro, algunas cuestiones sobre las que existe una cierta controversia. El acuerdo es, sin duda, amplio en torno a las enseñanzas que del episodio actual pueden extraerse para evitar caer de nuevo en un escenario similar. Sin embargo, el debate sobre los instrumentos de política económica más adecuados para superar la situación de crecimiento anémico y endeudamiento excesivo es más abierto y los resultados de las políticas de resolución de crisis que se están ensayando en las distintas economías avanzadas están sujetos a un elevado grado de incertidumbre.

7.1 *Prevención*

La primera lección es que prevenir es mejor que curar y que, por tanto, resulta conveniente contar con un margen de maniobra más amplio para ejecutar las políticas de demanda y, de este modo, mitigar el impacto de una crisis. Como se ha destacado en los epígrafes precedentes, la reacción de políticas frente a un shock financiero global en un entorno de trampa de la liquidez resulta extremadamente compleja. De haber estado vigentes tipos de interés algo más elevados al comienzo de la crisis, la respuesta de los instrumentos convencionales podría haber sido más agresiva y haber aliviado el peso que inicialmente recayó sobre la política fiscal. A posteriori, puede argumentarse, además, que el tono de la política monetaria en numerosas economías avanzadas era, en general, demasiado acomodaticio, lo que favoreció la acumulación de desequilibrios financieros. Junto al mayor espacio monetario también es importante disponer de bancos centrales con elevada credibilidad, acumulada en tiempos normales, para que en momentos extraordinarios, como los que suponen tipos de interés nulos, sus anuncios puedan afectar de forma correcta a la formación de las expectativas de los agentes económicos. También se ha planteado elevar el objetivo de inflación de los bancos centrales (Blanchard et. al 2010) en el caso de que los costes que ello implica no superen los beneficios que supone no alcanzar tipos de interés nulos, si bien esta consideración dista de ser generalmente aceptada.

Por otro lado, también es relevante disponer de un mayor margen fiscal, con un nivel de deuda pública sostenible. Unas finanzas públicas más saneadas al inicio de la crisis habrían permitido en muchos países avanzados, haber ejecutado una política fiscal contracíclica más agresiva, que junto a un mejor diseño de los programas de estímulo introducidos en el bienio 2009-2010 habría contribuido previsiblemente a mitigar la profundidad de la recesión (Blanchard et al., 2010, Ostry et al, 2010). Y ello implica gobiernos creíbles que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas.

La segunda lección, también de carácter preventivo, es que resulta crucial el diseño de esquemas de regulación y supervisión macroprudencial que permitan evitar la acumulación de desequilibrios financieros —burbujas en precios de activos, crecimiento extraordinario del crédito, apalancamiento excesivo, descuadres de vencimientos o de monedas—. Estas políticas deben corregir los incentivos de las instituciones, no sólo bancarias, a aumentar su endeudamiento y a desarrollar productos opacos, y deben

favorecer el mantenimiento de ratios de capital prudentes. Como se ha puesto de manifiesto en la crisis actual, la corrección abrupta de estos desequilibrios puede suponer un shock enorme sobre el sistema financiero que puede resultar en una significativa contracción de la actividad en el corto plazo y un período prolongado de crecimiento anémico mientras se produce el saneamiento de los balances.

Muy relacionada con la anterior, una tercera lección es que los bancos centrales deben tener presente el impacto potencial que las medidas de política monetaria tienen sobre la estabilidad financiera, para evitar que sus decisiones acaben siendo una fuente de inestabilidad tanto para el sistema financiero como para la economía en general. Aunque el objetivo último de la política monetaria es el mantenimiento de la estabilidad de precios y el de la regulación y supervisión macroprudencial la preservación de la estabilidad financiera, los dos objetivos tienen una cierta interdependencia y, por tanto, las acciones de política monetaria pueden acabar afectando a la estabilidad del sistema financiero. Obviamente, la política monetaria no ha sido la única responsable de la acumulación de desequilibrios financieros en la etapa expansiva anterior a la última crisis, pero sí que la persistencia de un entorno de tipos de interés muy reducidos pudo incentivar a una excesiva toma de riesgos. Pero en la actual situación de estabilización macro-financiera, el resto de políticas económicas deben contribuir a la reparación de los balances financieros y al desapalancamiento del sector privado para conseguir un crecimiento más equilibrado (Borio, 2011).

Estas observaciones han llevado a que los bancos centrales otorguen cada vez más importancia al análisis sobre la estabilidad financiera. De hecho, se ha abierto el debate sobre la conveniencia de que las tareas de supervisión macroprudencial recaigan en el banco central y esta opción está cobrando mayor relevancia. Así, en algunos países (Estados Unidos y Reino Unido, entre otros) se han introducido cambios a nivel institucional para que las labores de supervisión macroprudencial recaigan en el ámbito de los bancos centrales. No obstante, a nivel de objetivos de política monetaria hay un cierto consenso sobre la dificultad de atender a los desequilibrios financieros (por ejemplo, respondiendo los tipos de interés a desviaciones de precios de activos o aumentos del crédito) y que el objetivo debe mantenerse focalizado en la consecución de la estabilidad de precios.

7.2 Resolución

En el ámbito de cómo facilitar en la actualidad la recuperación y generar un crecimiento global más equilibrado, la discusión en los países desarrollados —más allá de las propias acciones en la zona euro para hacer frente a la crisis de deuda soberana— es sobre la combinación de políticas económicas que nos alejen de un estancamiento similar al vivido por Japón en la década de los noventa.

Está cada vez más claro que el saneamiento del sistema bancario —quiebra de las entidades inviables, recapitalización de las débiles y eliminación de los excesos de capacidad del sistema— constituye un requisito imprescindible para sostener una recuperación sólida. Este proceso permitirá que las entidades financieras acaben dirigiendo el crédito hacia los proyectos y sectores más rentables, contribuyendo de este modo a un crecimiento más equilibrado.

En un contexto en el que los agentes públicos y privados están en un proceso de desapalancamiento, es conveniente el mantenimiento de la orientación expansiva de la política monetaria, aunque existen dudas sobre el grado de efectividad de las medidas

extraordinarias, al menos, a medida que el volumen de las mismas va aumentando paulatinamente. En todo caso, mientras persistan las tensiones en segmentos amplios de los mercados financieros, la provisión extraordinaria de liquidez constituye una herramienta básica para preservar la estabilidad del sistema financiero y para restaurar el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En el terreno de la política fiscal, la recomendación inequívoca de la literatura académica es la adopción de medidas expansivas que estimulen el crecimiento de la demanda agregada. Sin embargo, en el contexto actual de elevado endeudamiento público en un número elevado de países avanzados, esta receta es más discutible y, de hecho, existe un amplio debate entre consolidación y crecimiento. En todo caso, parece que en los países sujetos a la presión de los mercados por las dudas en torno a la sostenibilidad de sus finanzas públicas, el compromiso con una senda de consolidación ya en el corto plazo constituye una estrategia irremplazable, si bien debe evitarse que este compromiso afecte a partidas clave, como la formación y la innovación, que son la base de un crecimiento sostenido en el futuro.

Con carácter general, pero especialmente en el caso de las economías con menor margen de utilización de las políticas de demanda, la adopción de reformas estructurales puede favorecer el aumento de la competitividad —y, por tanto, del soporte de la demanda exterior— y la ampliación del margen fiscal. El prolongado período de maduración de estas medidas no hace sino reforzar la urgencia de su puesta en marcha.

Finalmente, la coordinación internacional de políticas —que se reveló tan eficaz en los momentos álgidos de la crisis financiera— sigue resultando muy relevante al menos para reformular la regulación financiera y corregir los desequilibrios globales. En este sentido, la crisis financiera ha propiciado el surgimiento y reforzamiento de instituciones que, como el FSB, mencionado anteriormente, pueden contribuir decisivamente a la reforma coordinada de la regulación financiera que se ha demostrado ineficaz para evitar la crisis financiera actual. Al mismo tiempo, estas instituciones pueden ayudar a mitigar los riesgos de proteccionismo financiero, que se derivan de la búsqueda de soluciones nacionales a los problemas globales y que pueden conducir a un equilibrio sub-óptimo.

El G20 —cuyo papel en el panorama económico global se ha visto fortalecido a raíz de la crisis— constituye también un marco idóneo para lograr una orientación más equilibrada de las políticas macroeconómicas. En esta línea, se enmarca la recomendación —que aparece reiteradamente en los comunicados de sus últimas cumbres— de que las economías que vienen experimentando recurrentemente superávits corrientes, estimulen su demanda interna, permitiendo si es necesario una mayor flexibilidad de su tipo de cambio y aumentar la competencia de sus sectores más protegidos, con el fin de contribuir a solucionar una situación de falta de demanda global.

Referencias

- Auerbach, Alan J. y Yuriy Gorodnichenko (2012): "Measuring the output responses to fiscal policy", *American Economic Journal: Economic Policy*, de próxima publicación.
- Ayuso, Juan y José Luis Malo de Molina (2011): "The role of central Banks in the financial crisis: lessons for the future", Banco de España, *Economic Bulletin*, octubre, 3-15.
- Bank for International Settlements (2012): *82nd Annual Report (1 April 2011 – 31 March 2012)*. Basilea: Bank for International Settlements.
- Baumeister, C. y Luca Benati (2010): "Unconventional Monetary Policy and the Great Recession," ECB Working Paper Series, No. 1258, octubre 2010.
- Bauer, Michael (2012): "Fed Asset Buying and Private Borrowing Rates", Economic Letter 2012-16, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Berkmen, S. Pelin (2012): "Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing: Are They Now More Effective?", Fondo Monetario Internacional, Working Paper 12/2.
- Bernanke, Ben, Vincent Reinhart y Brian Sack (2004): "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:2004, 1-100.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia y Paolo Mauro (2010): "Rethinking macroeconomic policy", IMF Staff Position Note 2010/03.
- Blinder, Alan S. (2000): "Monetary Policy at the Zero Lower Bound: Balancing the Risks", *Journal of Money, Credit and Banking*, 32 (4), 1093-1099.
- Borio, Claudio (2011): "Central banking post-crisis: what compass for uncharted waters?", BIS Working Paper No. 353.
- Bridges, J. y Thomas, R. (2012), "The impact of QE on the UK economy – some supportive monetarist arithmetic", Bank of England Working Paper No. 442.
- Caballero, Ricardo, Takeo Hoshi y Anil Kashyap (2008): "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan", *American Economic Review*, 98 (5), 1943-1977.
- Canzoneri, Matthew, Fabrice Collard, Harris Dellas y Behzad Diba (2011): "Fiscal Multipliers in Recessions", Georgetown University, mimeo.
- Caruana, Jaime (2012): "Central banking in a balance sheet recession", Panel remarks at the Board of Governors of the Federal Reserve System 2012 conference on "Central banking: before, during and after the crisis", Washington, 23-24 marzo 2012.
- Chen, H., Curdia, V., y A. Ferrero (2011), "The macroeconomic effects of Large-Scale Asset Purchase Programs", Staff Report n.º 527, diciembre, Federal Reserve Bank of New York.
- Christiano, Larry, Martin Eichenbaum and Sergio Rebelo (2011): "When is the government spending multiplier large?", *Journal of Political Economy*, 119 (1), 78-121.
- Correia, Isabel, Emmanuel Farhi, Juan Pablo Nicolini y Pedro Teles (2011): "Unconventional fiscal policy at the zero bound", Banco de Portugal, Working Paper 3/2011.
- Eggertsson, Gauti (2011a): "Was the New Deal Contractionary?", Federal Reserve Bank of New York, mimeo, enero.
- Eggertsson, Gauti (2011b): "What fiscal policy is effective at zero interest rates?", *NBER Macroeconomic Annual*, 59-112.
- Eggertsson, Gauti y Michael Woodford (2003): "The Zero Interest-Rate Bound and Optimal Monetary Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 139-211.
- Estrada, Ángel (2012): "Nuevas herramientas para la gobernanza económica global: Marco para el crecimiento y supervisión de desequilibrios", Banco de España, mimeo.
- Feldstein, Martin (2003): "Commentary: Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy?" en *Rethinking Stabilization Policy*, Federal Reserve of Kansas City, Jackson Hole Conference volume, 151-162.
- Fernández-Villaverde, Jesús, Pablo Guerrón-Quintana, y Juan F. Rubio-Ramírez (2011): "Supply-Side Policies and the Zero Lower Bound", CEPR Discussion Paper 8642, noviembre.
- Fondo Monetario Internacional (2012a), *World Economic Outlook*, abril, Washington: Fondo Monetario Internacional.
- Fondo Monetario Internacional (2012b), *Fiscal Monitor*, abril, Washington: Fondo Monetario Internacional.
- Fondo Monetario Internacional (2012c), *Global Financial Stability Report*, abril, Washington: Fondo Monetario Internacional.
- Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., y B. Sack (2011), "Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did they work?", *Economic Policy Review*, mayo, Federal Reserve Bank of New York.
- Gomes, Sandra, Pascal Jacquinot, Ricardo Mestre y João Sousa (2010): "The global policy at the zero lower bound", ECB Working Paper No. 1254.
- Hannoun, Hervé (2012): "Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy", discurso en 47th SEACEN Governors' Conference, Seul, 13-14 febrero.
- Izetzki, E., Enrique G. Mendoza y Carlos A. Végh (2010): "How Big (Small?) Are Fiscal Multipliers?", NBER Working Papers 16479.
- Joyce, M., Lasasosa, A., Stevens, I y Tong, M (2011a), "The financial market impact of quantitative easing in the United Kingdom", *International Journal of Central Banking*, Vol. 7, No. 3, pages 113-61.
- Joyce, M., Lasasosa, A., Stevens, I y Tong, M (2011b): "The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation and Impact", Bank of England Quarterly Bulletin, 51 (3).
- Karpetanios, G, Mumtaz, H, Stevens, I y Theodoridis, K (2012), "Assessing the economy-wide effects of quantitative easing", Bank of England Working Paper No. 443.
- Krishnamurthy, Arvind. y Annette Vising-Jorgensen (2011): "The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications For Policy", NBER Working Papers, 17555

- Krugman, Paul (1998): "It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 137-205.
- Krugman, Paul (2000): "Thinking about the liquidity trap", *Journal of the Japanese and International Economies*, 14: 221-237.
- Meaning, Jack y Feng Zhu (2011): "The Impact of Recent Central Bank Asset Purchase Programmes", *BIS Quarterly Review*, diciembre, 73-83,
- Neely, C. (2011), "The Large-Scale Asset Purchases had large international effects", Working Paper, n.º 2010-018C, enero, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- OCDE (2012): "Fiscal consolidation: how much is needed to reduce debt to a prudent level?", *OECD Economics Department Policy Notes*, n.11, abril.
- Ostry, Jonathan, Atish R. Ghosh, Jun I. Kim, Mahvash y S. Qureshi (2010): "Fiscal Space", *IMF Staff Position Note* 2010/11.
- Romer, David (2011): "What have we learned about fiscal policy from the crisis?", *IMF Conference on Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis*.
- Sack, B. (2009) The Fed's expanded balance sheet. Discurso pronunciado en la Money Marketeers of New York University, diciembre.
- Shirakawa, Masaaki (2012): "Central Banking: Before, During, and After the Crisis" Remarks at A Conference Sponsored by the Federal Reserve Board and the International Journal of Central Banking.
- Sims, Christopher A. (2010): "Commentary on Policy at the Zero Lower Bound", *CEPS Working Paper No. 201*.
- Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard y Carlo Cottarelli (2008): "Fiscal Policy for the Crisis", *IMF Staff Position Note* 2008/01.
- Tobin, James (1969): "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money Credit and Banking* 1, 15-29.
- Ugai, Hiroshi, (2006): "Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses", *Bank of Japan Working Paper Series*, No. 06-E-10.
- Wieland, Johannes F. (2012): "Fiscal multipliers at the zero lower bound: international theory and evidence", *University of California Berkeley*, mimeo.
- Williams, John C. (2011): "Unconventional Monetary Policy: Lessons from the Past Three Years", *Economic Letter*, 2011-31, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Woodford, Michael (2011): "Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(1): 1-35.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA-HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconometric heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS Y SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: El Banco de Francia, el BPI y la creación del Servicio de Estudios del Banco de España a principios de la década de 1930. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAS, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.^a VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CRIADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007 2008: Introducción general. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de las finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: Los diez primeros años. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.

- 0904 LUIS J. ÁLVAREZ, SAMUEL HURTADO, ISABEL SÁNCHEZ Y CARLOS THOMAS: The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation.
- 0905 CORAL GARCÍA, ESTHER GORDO, JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN Y PATROCINIO TELLO: Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española.
- 1001 L. J. ÁLVAREZ, G. BULLIGAN, A. CABRERO, L. FERRARA Y H. STAHL: Housing cycles in the major euro area countries.
- 1002 SONSOLES GALLEG0, SÁNDOR GARDÓ, REINER MARTIN, LUIS MOLINA Y JOSÉ MARÍA SERENA: The impact of the global economic and financial crisis on Central Eastern and SouthEastern Europe (CESEE) and Latin America.
- 1101 LUIS ORGAZ, LUIS MOLINA Y CARMEN CARRASCO: El creciente peso de las economías emergentes en la economía y gobernanza mundiales. Los países BRIC.
- 1102 KLAUS SCHMIDT-HEBBEL: Los bancos centrales en América Latina: cambios, logros y desafíos.
- 1103 OLYMPIA BOVER: The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2008 wave.
- 1104 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, MARIO IZQUIERDO Y ALBERTO URTASUN: Una estimación del crecimiento potencial de la economía española. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1105 ENRIQUE ALBEROLA, CARLOS TRUCHARTE Y JUAN LUIS VEGA: Central banks and macroprudential policy. Some reflections from the Spanish experience.
- 1106 SAMUEL HURTADO, ELENA FERNÁNDEZ, EVA ORTEGA Y ALBERTO URTASUN: Nueva actualización del modelo trimestral del Banco de España.
- 1107 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y ENRIQUE MORAL-BENITO: Eficiencia y regulación en el gasto sanitario en los países de la OCDE. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1201 ELOÍSA ORTEGA Y JUAN PEÑALOSA: Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1202 MARÍA J. NIETO: What role, if any, can market discipline play in supporting macroprudential policy?
- 1203 CONCHA ARTOLA Y ENRIQUE GALÁN: Las huellas del futuro están en la web: construcción de indicadores adelantados a partir de las búsquedas en Internet. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1204 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Luis Ángel Rojo en el Banco de España.
- 1205 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y CARLOS THOMAS: El impacto de la consolidación fiscal sobre el crecimiento económico. Una ilustración para la economía española a partir de un modelo de equilibrio general.
- 1206 GALO NUÑO, CRISTINA PULIDO Y RUBÉN SEGURA-CAYUELA: Long-run growth and demographic prospects in advanced economies.
- 1207 IGNACIO HERNANDO, JIMENA LLOPIS Y JAVIER VALLÉS: Los retos para la política económica en un entorno de tipos de interés próximos a cero.